灰色游戏

艺术品投资的金融逻辑

层层解密 直击神秘艺术市场
看准门道 重构稳健投资组合

[英] 梅兰妮·格莉丝（Melanie Gerlis） 著
何凌 译

ART AS AN INVESTMENT？
A Survey of Comparative Assets



中信出版集团

版权信息

书名:灰色游戏：艺术品投资的金融逻辑

作者:[英]梅兰妮・格莉丝（Melanie Gerlis）

译者:何凌

ISBN:9787508677538

中信出版集团制作发行

序言
中国艺术品市场的投资前景

在过去的十余年中，特别是2009~2011年，中国的艺术品市场经历了高速发展。单是艺术品拍卖，其成交额从2005年的18亿美元增长到了2016年的75亿美元，而2011年的成交额达到顶峰，为152亿美元。2005~2016年中国艺术品拍卖市场的成长如图0-1所示。

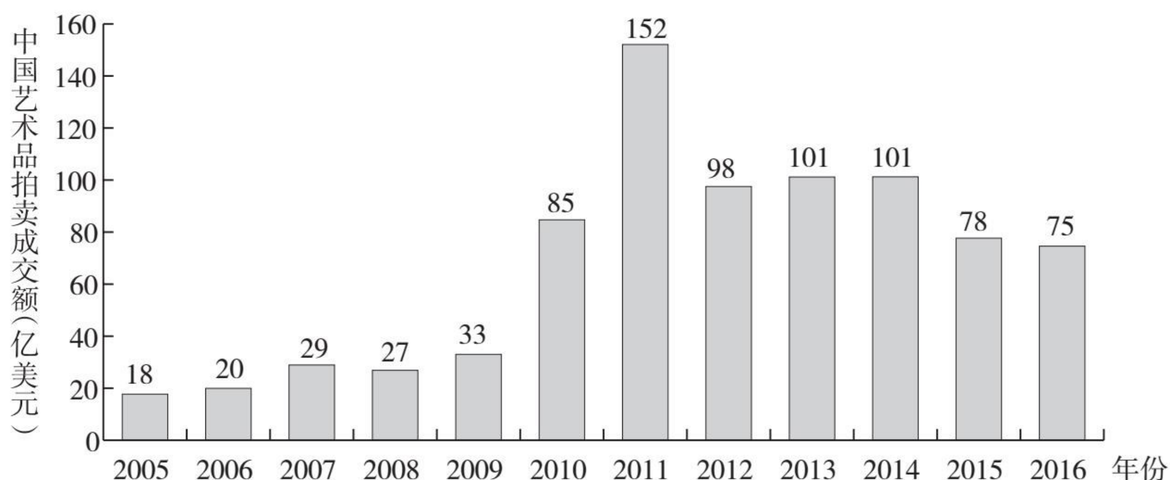


图0-1 2005~2016年中国艺术品拍卖市场的成长

资料来源：欧洲艺术和古董博览会（TEFAF）2016年《全球艺术市场报告》；巴赛尔艺术展（Art Basel）2017年《艺术市场报告》

虽然2012年以后，由于监管、宏观经济，以及政治反腐等一系列原因，中国的艺术品市场进入了一个下跌与盘整的阶段，但到了2016年，中国艺术品市场仍然以接近110亿美元的总规模（其中，艺术品拍卖占到了7成多，其余是画廊等零售交易），与美国、英国一起雄踞全球艺术品交易市场的前三甲。

艺术品可否作为一个投资工具？这是一个见仁见智的问题。艺术行业及金融行业的从业人士对此可能会有截然不同的答案。然而不管有着怎样的感情因素，艺术品作为一种“可投资的另类资产”受到了日益密切的关注，确是一个不争的事实。

2004~2016年中国艺术品价格指数和证券指数的对比如图0-2所示。通过对2004~2016年雅昌“近现代名家指数”以及相同时段的上证指数和恒生指数进行对比，可以看出，在此期间以雅昌“近现代名家指数”为代表的中国艺术品市场投资回报远远高于同期的证券市场。相比于上证指数在此期间80%的增幅，雅昌“近现代名家指数”中的代表艺术家（如吴昌硕、张大千、齐白石等）的作品在此期间的平均回报达到8倍左右的涨幅（张大千的作品平均交易价格达到了10倍的涨幅）。

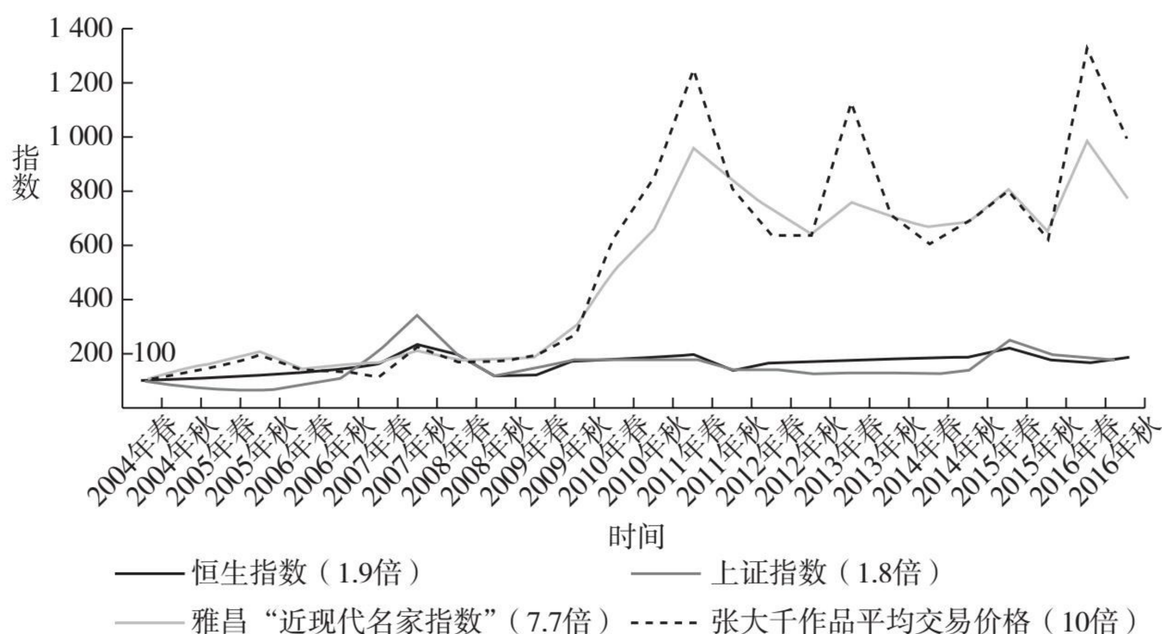


图0-2 2004~2016年中国艺术品价格指数和证券指数的对比

资料来源：雅昌艺术市场检测中心；Yahoo ！财经

中国艺术品市场过去5年来发展相对平缓，这确实使很多人对这个市场失去了信心。那么中国艺术品市场的未来究竟会如何？我暂不轻

下结论，而是提供一组数据以供大家思考。

首先，来看中国艺术品市场的供应水平。根据《2015年中国文物艺术品拍卖市场统计年报》，2015年中国大陆艺术品拍卖市场的成交总量约25万件，其中单价超过100万元的高价艺术品约4 000件。在过去的5年中，成交总量在25万件至36万件之间波动，而其中高价位的艺术品的成交量在5 000件的量级徘徊。虽然中国艺术品市场存在一定数量的仿造品，但艺术品市场供应量的提高相对缓慢本质上是由艺术品（特别是“精品”）本身的相对“稀缺性”所决定的。未来成交总量也许会因为市场格局的变化（比如当代艺术品所占比重的提升）而有所增加，但是艺术品市场中“精品”的供应量快速增加的可能性并不高。

其次，来看需求层面的相关数据。根据与艺术品行业同行的讨论估计，中国艺术品市场目前“活跃”的客户（指每2~3年会有艺术品买卖交易的客户）有10万~15万人，而年均交易100万元以上的客户（所谓“高端艺术品收藏家”），不会超过1万人。可以将之与中国的富豪人群（或称“高净值人群”）的规模对比分析。据贝恩（Bain Capital）公司的估计，2015年中国可投资资产超过1 000万元的“高净值人士”超过120万人，且每年以超过20%的速度增加，而其中可投资资产超过5 000万元的“超高净值人士”约有16万人，2008~2015年中国高净值人士规模的变化如图0-3所示。根据经验，假设“5 000万元”可投资资产是迈入“高端艺术品收藏家”的门槛，通过对比可以判断中国的“超高净值人士”中艺术品收藏的渗透率目前还不到6%，而这16万“超高净值人士”手中的可投资资产规模高达18万亿元，因此，可以看到2016年中国艺术品市场约110亿美元的规模还有很大增长空间。

换一个角度思考“未来10年，中国艺术品市场能有多少倍的投资回报”这个问题，基本上就是对一个大趋势的判断：是否会有更多的

“超高净值人士”成为所谓的“高端艺术品收藏家”？这个群体的规模是否会从现在的不到1万人，变成2万人、3万人？同时这个群体花费在艺术品上的预算是否会有成倍的增加？

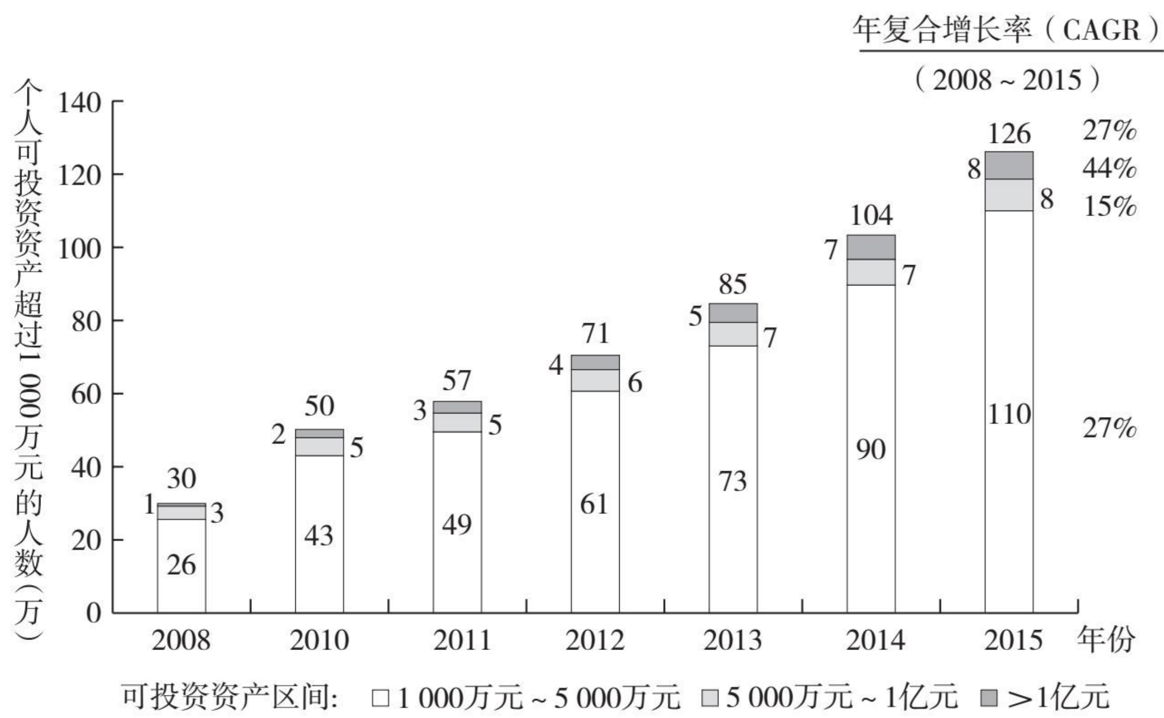


图0-3 2008~2015年中国高净值人士规模的变化

资料来源：贝恩公司《2015年中国私人财富报告》

与欧美那些所谓的“艺术品收藏大国”相比，其实中国的艺术品收藏传统要悠久得多。皇家艺术品收藏到了东晋和南朝已经相当成规模，如距今约1 500年前，南朝的梁武帝已经建立了卓有成效的王羲之书法收藏体系。从唐朝到清朝，每个朝代都会有数个皇帝痴迷于艺术品收藏。而从北宋开始，民间的艺术品收藏开始繁荣，到了明清甚至出现了如项元汴、孙承泽、安岐、庞元济这样拥有大量国宝的收藏家。

而有趣的是，无论是古代中国还是西方国家，“富一代”从事艺术品收藏的基本是凤毛麟角。对于艺术品收藏，财富只是前提，而远非充分条件，要成为真正高品位的“收藏家”，往往需要几代人的熏

陶和学习。而中国大陆目前的高净值人士或者超高净值人士，绝大多数还是处在第一代，或者是第一代向第二代交接的时刻。随着中国高净值人士规模的不断增长，以及整个民族文化自信心的不断修复，中国再次出现真正的艺术品收藏盛世也许不是天方夜谭。

然而需要清醒地认识到的是，艺术品作为投资类别有着一些先天不足。比如艺术品的低流通性、低透明度、高交易成本，以及由于艺术品非标准化特质带来的鉴定、估值等一系列问题。对这些问题的认识不足将导致在艺术品投资活动中出现一系列偏差和失误。在国内艺术品市场最热的2010~2011年，市场上出现了超过50只艺术品投资基金，募集总金额超过70亿元。然而，当年募集的绝大部分艺术品投资基金业绩都惨不忍睹。这固然是由于2012年艺术市场的“滑坡”，但更重要的原因还是这些投资产品在设计时没有考虑到艺术品自身的特质，从而出现了许多明显的产品缺陷。

梅兰妮·格莉丝（Melanie Gerlis）女士的这本书系统深入地比较了艺术品与多个投资品类，包括股票、黄金、葡萄酒、房地产、私募股权基金，以及时尚奢侈品。本书不是一部艰深枯燥的投资理论书籍，相反，其中的大量案例和故事使本书非常有趣味。无论是对于那些在艺术市场中驰骋多年的老手，还是那些正在考虑进入艺术品收藏和投资领域的新朋友，这本书都能为你提供借鉴。甚至哪怕只是为了增加一些对全球艺术圈内轶事的了解，这本书也值得一读。而且，何凌女士的译文准确流畅，非常难得，亦值得大力推荐。

朱永磊
贝恩公司全球合伙人
前苏富比公司亚洲区首席运营官
2017年4月2日

前言

我有一个“成功人士”朋友，是位老于世故的私募股权基金经理。他讲的一个故事让我有了撰写此书的灵感。有一天他路过伦敦的一个画廊，橱窗里展示的一幅画引起了他的兴趣，作者是一个知名的二流民粹主义艺术家，仍然在世。因为口袋里有刚发的奖金，而且他觉得这幅画的价格应该和他估计的差不多，于是他走进画廊想要购买这幅画，却被告知他不能买。他问：“这幅画不是出售的吗？”画廊经理的回答总结成一句话就是：“是出售的，先生，但并不是卖给您的。”不过他被告知可以联系这位艺术家的经纪公司，看看还有什么办法。

虽然我的朋友并不是那么渴望得到那幅画（像他自己说的，那只是一幅对自己而言可有可无的作品，它的价值不过数千英镑），但他还是按照画廊的建议做了。他得知事实上这幅画很快就要被拿出来拍卖了，如果他有兴趣的话可以参加竞标。此画在拍卖中的出现至少给了他一个指导性价格，比他预期的要低。拍卖的前一天，他忽然意识到自己没法亲自去拍卖现场，因为那是一个工作日（大多数的拍卖都在工作日进行），而且因为有数百件拍品，拍卖行很难估计出这幅画的竞标时间。他问是否可以办一个委托竞标，但已经太晚了（需要至少提前24小时办理）。没办法，他只能放弃。

他想买的那幅画最后流拍了。按照他最初的要求，拍卖行打电话给他，问他是否仍然有意购买。“当然啦，”他说，“我愿意付卖家设定的保留价来购买这幅画”（他觉得保留价应该比他本来准备在拍卖中出的价要低）。拍卖行请他提供了详细的个人资料，说是要拿给

卖家核准。4个星期之后，他的购买要求没有被核准。最终他还是没有得到那幅画。

中间那4个星期到底发生了什么，始终是个谜。最有可能的是，卖家改变了主意，他想得到比当初自己设定的保留价更多的钱。或者在这段时间其他人出了个更高的价钱。总之，我朋友几个月前就准备付出去的钱变得没有了用武之地，这使他对再次求购艺术品多少失去了兴趣。

这个晚宴上听来的故事一层层揭开了艺术品市场功能失调的问题，也把我在艺术品市场上工作以来经历的事情解释得很透彻：虽然经营手段看上去和其他行业或资产很相似，但艺术品市场其实有着它自己的规律。从深层次上看，艺术品市场已经变成了一个经济学上的谜题。它很少遵循传统的供求规律，也经不住任何理性的分析。

但是作为一个相对小而不透明的行业，艺术品交易散发出的魅力和优雅气质吸引了巨额财富的投入。关于这一点，我们只要看看那些小型商业画廊开幕典礼上出现的（其他）行业大佬，或者艺术节期间酒店和餐厅飙升的营业额就明白了[马斯特里赫特（Maastricht）每年3月举行的TEFAF艺博会，能为这个12万人口的荷兰小城吸引到7万多名游客]。

而且，由于自20世纪80年代以来全球的投资银行和财富管理机构越来越积极地提倡复杂而多样化的资产配置，艺术品作为一项投资就显得更具吸引力了。因为金融市场创造出了各种衍生产品、交易所交易基金，以及其他复合金融工具以便更好地控制风险和回报，人们理所当然地想考察一下艺术品或葡萄酒之类的其他收藏品，在复杂的投资领域里是否也有类似功能。同时，那些在金融领域赚了钱，希望投资于这类更加美丽又能彰显品味的财富形式的有钱人，发现假以时日有些藏品看上去也能升值，那为什么不把它放到彭博（Bloomberg）终端上和其他传统投资对比看看呢？

虽然目前很多宣传资料上都在鼓吹艺术品作为资产的好处，实际情况还真不好说。从我朋友的故事里可以看到，画廊对有意愿的买家并不怎么热情地接待、价格也不透明（特别是考虑到画廊和拍卖行贡献了整个市场一半的交易额），这些问题都妨碍了把艺术品和其他资产（公募股票、黄金、地产、葡萄酒）做一个真实的比较。即便是在透明度较差的私募股权基金领域，也能找到相当多的数据来建立一些指数，评估风险和回报。

在我看来，理解艺术品这方面特质最好的办法，就是通过那些经常被拿来和艺术品做比较的行业和资产（虽然不是深层的比较），从侧面来了解。通过它们的共性，特别是那些本质上的共通点，我们可以对艺术品这个精妙而迷人的市场有一个更加广泛的了解。



第一章
导论：风险和回报



艺术品能算资产吗

艺术品算不算资产是一个受到广泛争议的话题，这个问题本身其实也包含了艺术界许多隐藏的议题。

对这个话题的看法，近年来大致可以分为两个对立的阵营：一边是那些具有金融头脑的专业人士，他们用复杂的数据模型和技术层面

的雄心支持了“艺术品是一种有效的投资”这一观点；另一边大多数是艺术品交易从业人员，他们对用缜密的分析方法看待艺术品的观点公开表示不赞同。对此他们给出了各种各样的理由，重点就是艺术品那些独特的、审美意义上的、无形的属性是不能直接映射到股价走势图上的。如果一定要这么做，就会毁掉它所有的优点。

在这两极分化的极端意见之间，当然也存在着大片灰色地带。交易商和拍卖行这个群体中很多人能接受的一个观点是，虽然涉及艺术品的时候习惯上是绝口不谈钱的，但也正是艺术品价值的变化才使得这个行业能够存在下去。

一个比较容易被接受的说法可能是，“所有摆在市场上的艺术品都可以算作资产”。人们愿意花钱购买艺术品并预期将来是可以再次出售的，不管他们在多大程度上，或者是否真的有意愿这么做。不考虑艺术家本人，艺术品交易还是许多中间商赖以为生的手段。据估计，全球大大小小各种级别的拍卖行有2.3万家左右（这些公司贡献了艺术品市场大约50%的交易额），而艺术品经销商更是有37.5万家之多，这还不包括直接参与交易的艺术家本身。[1]围绕艺术品还衍生出了相关的产业链：人们会花钱去博物馆看展览、买书、买艺术类刊物，以及为与艺术相关的顾问服务埋单。不管人们承认还是不承认，艺术品确实是有价值的。这种观点对那些有投资观念的人产生了影响。一些“超高净值人士”（拥有至少3 000万美元可供投资资产的人）和“高净值人士”（拥有至少100万美元可供投资资产的人）被吸引到了艺术品市场。他们直接推动了“投资艺术品作为资产”这个市场的高速发展，并使之在2007年达到了一个爆发的阶段。服务于富人的私人银行的影响力也帮助加剧了这个势头。

对全球财富分配状况进行自上而下的分解提供了一个相关背景，有助于我们正确理解本书中讨论的各个市场的情况。根据2013年凯捷（Capgemini）与加拿大皇家银行财富管理公司（RBC Wealth

Management）联合发布的《全球财富报告》，“高净值人士”最爱持有的资产是现金（占总资产的28.2%），紧接着是股票（占26.1%，参见第二章）、不动产（包括自住物业，占20%，参见第五章）、固定收益产品（通常是债券，占15.7%）。余下的10.1%（这个数字虽然一直在下滑，但仍然很重要）以“其他资产”形式存在，可能包括商品（比如黄金，参见第三章）、私募股权基金（参见第六章）、结构性金融产品（比如以资产担保的有价证券、信用衍生产品）、对冲基金、其他金融衍生产品，还有外币。[2]

虽然“把艺术品作为资产进行投资”这一观点的影响很难量化，地产管理公司莱坊（Knight Frank）出具的另一份报告中指出，2012年年底，身家3 000万美元以上的私人投资者的资产有4%投在这类产品上，其中最大的一块（19%）投在了美术品上面。[3]虽然在莱坊看来这个数字相对较低（只是4%的19%），但对艺术品市场来说这已经是个天文数字了。据权威机构统计，2012年全球“高净值人士”的资产总额高达26万亿美元（而且还在继续增长），也就是说艺术品持有量应该有1 970亿美元，这差不多是整个艺术品市场年成交量的3倍了。

同时，有钱人的数量和财富来源也在增长。即使在动荡的全球经济危机时期，“有钱人容易变得更有钱”这个势头也是有据可查的普遍现象。看上去“高净值人士”这个群体更愿意把他们财产的很大一部分投在自己的嗜好方面（或者至少以这种形式来持有），而不是投在股票和地产上，不管这些资产是否能产生令人满意的回报。凯捷的调查报告中把这种现象称为“替代效应”，但是作为一种另类投资的替代品，它在某种程度上已经高到不成比例了。

艺术品是优质资产吗

艺术品是一种越来越时髦的资产这一事实，并不能说明艺术品是一个特别好的投资品种。甚至那些资金基础非常坚实的人也开始宣称艺术品投资不是一个特别有利可图的项目，虽然他们给出的理由和有些艺术品经销商不尽相同。一些专家努力了十来年，试图评估和预测艺术品投资的回报率，也“撞上了南墙”。讨论的重点从艺术品是否仅仅是一种金融资产，转移到了不管艺术品是什么它都不是一种金融资产。

本书的目的就是评估艺术品是否是一种优质资产，这就需要把它和其他现有的投资工具做个对比。进一步说，我们不能只看艺术品投资相关的回报，也必须考虑其相关的风险。

迄今为止大多数对艺术品市场的分析都着眼于回报，而几乎忽略了潜在的风险。所有对大范围艺术品市场的研究都表明，持有全部类型的投资级别的艺术品5~10年的时间，总的来说其年复合回报率大约是4%。这个数字相对来说是比较低的，明显低于黄金、葡萄酒、公募或私募股权基金。

然而，在年景好的时候，或者对于某些特定艺术家的作品，艺术品投资的回报远远高于诸如投资美国股票市场的收益。2012年10月12日，音乐家埃里克·克莱普顿（Eric Clapton）通过苏富比（Sotheby's）以2 130万英镑（相当于3 240万美元）售出了一幅格哈德·里希特（Gerhard Richter）1994年的作品《抽象画作》（*Abstraktes Bild*）（809-04），当时几乎所有市场反应都聚焦在一个事实上：这件作品是他2001年花340万美元购买的三幅画中的一幅，也就是说，其年化内部收益率（IRR）高达23%（IRR考虑了初始花费，其作为衡量投资效率的指标之一被广泛使用）。股票市场的历史平均IRR在10%左右。

从表面上看，这件里希特的作品是一项光彩夺目的投资（顺便说一句，这次拍卖刷新了在世艺术家作品的成交记录）。仅仅看到23%和

10%之间差别的人，事实上根本就没有考虑过购买行为本身的风险。用投资术语来说，就是该资产进行风险调整后的回报，以及可能突发的问题，比如，这件作品有多大可能卖不出去或者卖得比进价还低？和其他资产相比，艺术品投资的回报能抵消潜在的风险吗？最近我向一个专业投资者详细说明了艺术品投资的潜在风险（将在下文一一列出）后，他表示至少要有50%的回报率他才有兴趣考虑。他还补充说，“那些对艺术品投资只求20%以下回报的人需要好好去上一堂投资课。”

流动性，流动性，流动性

持有艺术品最显著的风险之一就是这个市场缺乏流动性。由于现金是流动性最高的资产，本书中提到的流动性，大体上指的是出售资产以获取现金的能力（即变现）。资产变现的能力越强，当它需要快速出售甚至被迫出售时，不得不减价的可能性也就越小。流动性差的资产要么需要较长时间出手，要么因为急着卖掉而导致价格大跌。[4]我们说某样东西“有若干价值”，还是说某样东西“能卖出若干价值（甚至能用来融资）”，它们之间的差别就在于流动性。在金融术语中，“非流动性折扣”说的就是那些流动性较差的投资通常会比流动性好的投资以更低价格成交。

在所有的市场中，判断流动性是否良好的一个重要指标，就是看买盘和卖盘之间的价格差（即买方愿意出的最高价和卖方愿意接受的最低价之差，这在股票市场、货币市场和商品交易市场都是我们熟悉的现成信息）。在一个流动性差的市场里，没有买方愿意付出卖方要求的价格。也就是说，买盘的价格比卖盘低。而在艺术品市场中，这种情形已经错位了。拍卖中，最接近卖盘的可能就是卖方的保留价，

但它不会被事先公布而且永远比最后的成交价（同理，事先也必须是不明确的）要来得低。在艺术品市场中，想得知一件拍品的真正价格就像赶赴一场移动的盛宴。

进一步说，艺术品市场是由少数几个强势的中间商控制的。他们往往通过诸如制造一个不鼓励出售的氛围、囤积精品以等待更适合的机会再出手这类方法，有意识地去限制市场的流动性。正如艺术品市场开创性的经济学家威廉·格兰普（William Grampp）在1989年观察到的，“艺术品市场完全不像证券（股票）市场那样有效率，而且我们没理由相信它会变得更有效率，因为为此付出的代价很可能比收获要高”。[5]事实上，对供给的控制才让中间商得以立足于这个市场。

艺术品市场另外一个和低流动性相关的特征，就是它小得惊人。原则上说市场越大，流动性就越好，因为每笔交易所能产生的影响会相对被减弱。根据2009年出版的《斯凯特艺术品投资手册》（*Skate's Art Investment Handbook*）估计（作者承认其数据收集工作比较粗略），现存的艺术品大概在7 000万到1.5亿件之多，总价大概高达4万亿~6万亿美元。这其中大概只有不到1%在市场上流通（价值约4 000亿美元），其余的都由世界各地的博物馆收藏。单单纽约一地的艺术品市场，其艺术品估值就高达4 250亿美元。

据《斯凯特艺术品投资手册》估计，每年新增加的50万件作品中绝大多数都在市场上自由交易，因为在艺术品“初级市场”上交易的新作品不太可能马上就被博物馆直接收藏。[6]艺术品每年的市场交易额乐观估计大概是600亿美元，而2011年年底黄金的场外交易额达到了60万亿美元[据伦敦金银市场协会（London Bullion Market Association，简称LBMA）统计，伦敦市场的黄金交易额仅2013年3月这一个月就达到了347亿美元]，与2011年同期全球股票市场的交易额不相上下[世界证券交易所联合会（World Federation of Exchanges）提供的资料显示电子订单的交易额是63万亿美元]。不过

话说回来，每日成交额也不见得一定会阻碍一个市场的健康发展。全球葡萄酒市场是本书中提到的唯一一个比艺术品市场规模还小的：根据伦敦国际葡萄酒交易所（London International Vintners Exchange，简称Liv-ex，是创办于1999年的数据服务商，经营着一家交易所并提供其他相关服务）提供的葡萄酒专业指数显示，葡萄酒一年的交易额是40亿美元。葡萄酒市场上大量同质化的产品，对比艺术品市场上绝大部分是独一无二的产品，这就是最大的不同。

艺术品投资基金集合外部投资用于购买艺术品，试图以此推进市场的流动性，但这种努力被市场规模太小这个不利因素抵消了。美术基金（The Fine Art Fund Group）的领导人菲利普·霍夫曼（Philip Hoffman）曾经讲过，有一个机构投资人想给他的第一个基金投20亿美元——这在当时是他基金规模的80倍！[7]剔除其中自我吹嘘的成分，这个故事还是相当说明问题的。习惯于按不同百分比为他们数额庞大的基金配置资产的机构投资人，很可能是率先在艺术品市场碰到障碍的人。

监管

另一个在任何市场上都需要考虑的风险因素，就是是否具备对所有市场行为进行监管的机制。谈及阻碍重要投资进入艺术品市场的原因，缺乏市场监管这个问题常常被提到。举例来说，在股票市场，基本信息是公开的，比如投资人持有多少他购买的资产的股票，比如机构或个人向公众推荐某些股票（选股小窍门）时要从法律上保证自己的独立性。在有些国家内幕交易——个人通过非公开信息进行交易牟利，是违法的。同样，预先交易——中间商在股票公开发售前得知独家消息以及股票的发行价，购买并从中获利，也是非法的。

然而，类似行为在艺术品市场上不但普遍，而且几乎是被公开接受的。比如经销商经常在拍卖时参加自己代理的艺术家作品的竞投，以期为他们的拍品增值。这种行为是被认可的，而且不需要事先向其他竞投者说明——那些人多半没有想到自己在和一些有意哄抬价格的人竞标。中间商甚至有机会通过电话或书面委托完全匿名竞投。买卖双方都可以匿名，除非客户想当众露脸（这种情况很少发生）。

艺术品市场还有一种特别扭曲的做法，普遍到几乎被人忽略。买方付出的佣金（可能高达25%）不在之前拍品的估计价格中，却被记录在拍品正式的成交价里，然后把两个价格相比较以显示拍卖的成功。事实上这种日常的工作流程，往轻里说是荒谬，往重里说在很大程度上已经是一种误导了。

其他一些有效率的市场（比如葡萄酒甚至黄金市场）虽然受到的检查较宽松，但还是有健全的自我监管机制的。艺术品市场固有的不透明性（更多相关内容参见下文）阻碍了有效的监管制度的起步，虽然它试图跟上那些更大、更开放的行业的发展水平。况且，在一个充斥着赝品的市场，重要的鉴定工作往往取决于主观意见，有时候最好的专家也无法达成一致。在这样一个遍地都是不确定性的市场中，很难想象能出现一个权威的监管机构。

更进一步说，一个市场只有在深度和广度上向大众市场发展的时候，监管制度才会出现。目前看来艺术品市场仍然是少数富人的领地，所以也就没有什么动力来建立一些防范性的监管措施了。法庭是唯一解决纠纷的地方，而且诉讼的数量有上升趋势。近年来唯一引起政府介入的领域，就是通过购买诸如波尔多的城堡这样的优质地产或是高端艺术品进行的洗钱活动。对于大部分在艺术品市场进行的较为低端的交易，几乎没有什么保护措施，投资者感到担心是可以理解的。

相关性

一个和其他市场都没有相关性的市场（即朝相反方向变化的市场）提供了颇具吸引力的投资机会。通过买入“看跌期权”，在一个特定的时间段内以一个固定价格卖出若干在证券市场上持有的股份，为尽量减少资产可能遭受的损失带来了保障。

许多投资人根据艺术品和他们投资组合中其他资产的关系来调整其保有量。这是“当代投资组合理论（MPT）”的核心原则，同时它也为现今的资产投资打下了数学的理论基础。诺贝尔奖得主马科维茨（Harry Markowitz）教授首先提出了当代投资组合理论的概念，并在他1991年出版的《选择投资组合》（*Portfolio Selection*）一书中进一步阐述了这一理论。在书中，他证明了表现最好的投资组合应该包括多样化的、风险和回报均衡的资产。他的理论显示，虽然不同的资产之间存在相关性，但当它们被组合在一起的时候风险就能降低。

从这方面说，投资者发现艺术品能扮演一个重要的角色。大多数人相信艺术品和证券市场是负相关的，当证券市场下跌的时候，艺术品市场反而能走高。2008年金融市场暴跌，在经济大环境萧条的背景下，艺术品拍卖市场反而创造了几个新高。这个例子可能就是一个很好的证明。

然而说艺术品市场和证券市场缺乏相关性却是不能令人信服的。2008年，除了少数几件高价拍品，艺术品市场作为一个整体，也和证券市场一样遭遇了暴跌。艺术品市场的价格水平通常反映了买家的财富状况，这很好地解释了那些拍卖中新的成交记录，因为最有钱的那些人在那次信贷危机中并没有遭受什么损失。所以说，艺术品市场和客户的财富有相关性，而不是市场的基本面。有研究表明，事实上艺术品市场从18世纪以来，就和伦敦证券交易所的表现有着密切关系。

这说明二者的相关性还是存在的，虽然因其低流动性，艺术品市场反应比较慢。近年来当代艺术在市场上的表现，几乎可以说和股票市场的表现是直接挂钩的。巴克莱银行（Barclays）行为金融和投资理论部主管格雷格·戴维斯（Greg Davies）说，由于艺术品市场的低流动性，现有的数据样本量对支持这一理论并不太有效。[8]看似缺乏相关性也许事实上是缺乏透明度。不过我们能够确定的是，作为资产组合中的一个部分，艺术品独特的反复无常而且令人费解的表现却提供了一种潜力，能用来防范其他投资项目可能带来的损失。

另一个相关的风险因素，就是艺术品是否真的具有作为一种“硬通货”的特质，这是经销商们在信贷危机过程中常用的一个卖点。在年景不好的时候，那些具有内在价值（这一点是否属实尚有争议）的有形资产——黄金、地产、货币——比那些无形的纸面上的投资更有吸引力。这么说的主要原因，是这些有形资产看上去似乎提供了一种对抗通货膨胀的手段（黄金投资确实是这样）。但关于艺术品投资方面的数据很不完善，用来决定艺术品价值的因素又常常很不理性，这些都表明非要说艺术品也能适用上述原则多少有些勉强。

黄金和艺术品这类资产自从信贷危机以来受到了更多关注，这也反映了市场变得越来越有限。所有可供投资资产的市场供给都大幅度缩水。根据花旗银行研究部（Citi Research）的信贷产品战略专家马特·金（Matt King）的计算，美国固定收入产品（包括美国中期国债和公司债券）的净供给，从2006年的2万亿美元下滑到了2012年的2500亿美元。[9]另一种所谓的“硬通货”——黄金的价格在信贷危机中有所反弹，而且更令人吃惊的是，权益资产也从其他资产的供给短缺中获益。

等式的另一边

上文列举的一系列风险因素并不是详尽无遗的，但提出了本书下面各个章节将会详细展开的概念。从理论上说，为了保持平衡我们也应该来说说艺术品投资可能带来的回报。但事实上对这种回报做出估计又会引出另一个风险因素，那就是这个市场透明度的缺乏。

任何对艺术品投资的相关回报进行评估的工作，其最大的障碍，就是在你收集了一堆有限的或者主观的信息之后，发现并没有太大意义。这条不可靠的信息链中最致命的一环，就是加上了佣金而被夸大了的拍卖成交额。但就算是这种充其量占市场规模一半的信息在整个市场上也越来越少了，因为拍卖行扩大了其私洽业务，而在那些新兴的在线拍卖中，大多数时候拍卖商是不会公开任何销售数据的。

那些能看到的数据本身其实也是互相矛盾的。举例来说：大多数报上来的价格里包括了买家付出的佣金，但也不是所有时候都这样；考虑到有些艺术品是在慈善拍卖中售出的，那就不是一个正常的价格；有些国宝级别的艺术品的销售当然会被记录在案，但通常是不完整的，诸如此类。当这些数据被一一整理核实的时候，它们又是通过不同的方法呈现出来的：有些指标可以解释通货膨胀，有些不能；有些是针对单个艺术家的，有些是根据细分市场的定义（经常是模糊的）成组出现的；有些试图把每件艺术品独一无二的特性考虑进去，比如通过作品的尺寸、颜色、完成日期（此项信息并不总是现成的）加以区分，或是以其他比较主观的数据作为标准，比如该作品在艺术家所有作品中的重要性，或者其来源传承带来的相关影响力，等等。到目前为止以下因素还没有被考虑过：拍卖前的估价对艺术品的影响、在拍卖会中出场的顺序、拍卖师的技巧，或是很少几位专家才知道的一些事实，比如这件作品在市场上待价而沽已经多久了。

根据目前这种情况来看，《全球财富报告》并没有把所谓的“嗜好性投资”（包括艺术品、手表、珠宝、葡萄酒、古董车、赛马）包括在对可投资财富的计算中，甚至都不在另类资产的选项中（2008年

以前它们曾经被列在其中）。2004年的报告中说，嗜好性投资和那些另类资产已经变成主流的投资工具了。[10]而在2012年的报告中，这种论调就变得比较微弱了。报告中说嗜好性投资“作为一种补充投资方式引起了一些兴趣”，而且澄清说他们没有把此项投资列入对高净值人士可投资财富的计算中。[11]有关嗜好性投资的数据曾经短暂地出现在凯捷与加拿大皇家银行财富管理公司的资产配置数据中，这也说明它只有在有限的几个时刻被看作是一种金融产品。

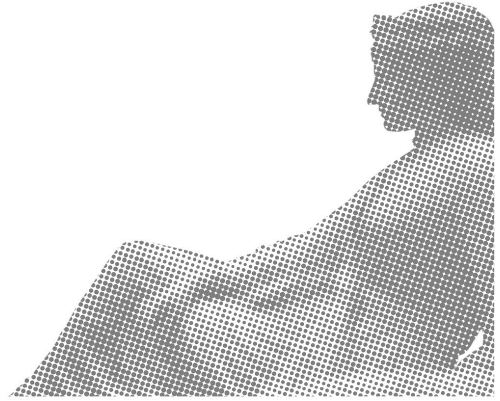
据此看来，艺术品投资的回报本来应该减少这个市场的风险因素，但实际上它集中体现了这个市场严重的低效率。

不同资产的流动性谱序

后面的章节是根据市场的流动性从高到低来排序的。首先是最传统的资产，公开市场发售的证券（即股票和债券）。其次是黄金，它和证券一样是一种具有同质性的产品，但是它并不像股票那样背后有一项生意来产生持续的收入。黄金只是一种价值会上下浮动的有形资产。但是作为一种储备资产，它是流动性很好的投资，可以像商品一样迅速地以一个固定价格卖出套现。再次是葡萄酒，在另类资产中是流动性最高的，而且作为一种嗜好性投资，从某种程度上说，对不少人的投资吸引力日益增加。尽管高端房地产市场的交易总量很大，我们还是认为那是个流动性较差的市场，因为没有两个单位是完全相同的，所以我们把它放到本书的后半部分来讲。私募股权基金需要长期持有，其中还牵涉到对专业人士的信任。同时，虽然还有待证实，艺术品基金也试图在艺术品市场模仿它的模式来赚钱。出于这些特质，我们最后把它拿来和艺术品做比较。

最后一章探讨了奢侈品市场的情况。虽然奢侈品（比如名牌衣物）撑起了一个兴旺的全球市场，但它们通常不会被认为是资产。因此，把它们和艺术品做比较似乎显得没那么重要。但这样做一个目的是展示一个事实，很多当代艺术品（即在世艺术家的作品）本质上不应该被看成投资，而应该和奢侈品时装归入一类。我们不是想通过此类比较剥夺当代艺术品审美层面上的特质，而是想要抹去某些被故意加上的“历史的”、“传承的”价值（为了达到某些意图操控或者说扭曲市场的目的）。另一个目的是展示当代艺术怎样才能变成一种可以预测的、以资产为基础的生意，以及在此过程中可能遇到的挑战。也就是说，我们可以不再指望某件或某组艺术品价格的上升来产生利润了。当代艺术品市场有着未曾好好开发的需求和无尽的供给，高额的交易量和进入大众市场的潜力也可以产生丰厚的利润。由此，单件作品的价格可能会下降到很多人认为当代艺术品本来应有的水平（这个水平究竟在哪里还有待商榷），但同时一个清晰可见而且稳定的行业也会吸引更多外部资金的进入。

本书章节安排的顺序在几个层面还有商榷的余地，而且还有不少资产没能被包括进去，比如像债券这样比较传统的固定收益产品，或是作为另类资产的对冲基金或白银，或是像钱币或古董车一类的嗜好性投资。我们选择在这里讨论的资产因为它们本身具有的特质，或者因为它们经常被拿来和艺术品做比较，看上去和艺术品更有相关性。当然，未来这个不同资产的流动性谱序随时都可以调整。一位艺术品基金管理人曾说过，看中同一件艺术品的人永远都多过看中同一处地产的。但保有一半流动资产、一半非流动资产仍然是一个明智的选择。



第二章
艺术品和股票



交易简史

艺术品从仅仅被人们购买和收藏，开始向着一种可交易资产的方向过渡，这在某种程度上也反映出公募股权市场的日趋复杂化。在这里，一家公司的所有权被拆分成若干等份（在英国通常被称为股份，在美国被称为权益，历史上叫作股票，而有时候也用证券一词），并

在市场上交易。对冲基金摩尔资本管理公司（Moore Capital Management）经济学部门前任主管乔·罗斯曼（Joe Roseman）认为，对证券的关注热潮产生并成熟于1980~2000年这个时期，[12]特别是后半段，当银行和其他金融机构开始从现有的机制中开发出很多衍生产品和替代手段之后，有些对金融市场比较了解的人就开始研究其他资产作为交易工具的可能性。这其中包括各种各样的例子，比如电影资料库、足球比赛的门票收入，还有艺术品。

在很多方面，比较正规的股票和艺术品交易可以说是从17世纪和18世纪的伦敦携手并肩发展起来的。随着人口的增长，志趣相投的人们聚集在咖啡馆、会员制私人场所或是教堂。伦敦渐渐成了一个社团遍地开花的城市。1694年英格兰银行成立，1697年圣保罗大教堂对外开放，作为辉格党人（自由派）的集会场所，布鲁克斯俱乐部（Brooks's club）于1764年成立，而1702年英格兰第一份报纸《每日新闻》（*Daily Courant*）的发行，体现了信息传播蓬勃发展的势头。

与此同时，在伦敦旧城区交易巷（Change Alley）的一家名叫乔纳森（Jonathan's）的咖啡馆，约翰·卡斯塔因（John Castaing）开始发布一系列证券（公司股份）和商品的价格。1761年，150个证券经纪人和做市商在同一家咖啡馆创建了一家更规范的俱乐部来促进股票交易。5年之后，佳士得拍卖行（Christie's）的创始人詹姆士·佳士得（James Christie）在蓓尔美尔（Pall Mall）举办了一场拍卖会，卖出了两把夜壶、两块床单、两个枕头套，还有四把熨斗。顺便说一句，蓓尔美尔所在的伦敦圣詹姆斯区（St James）到现在还常常被称作俱乐部区。苏富比拍卖行的创始人塞缪尔·贝克（Samuel Baker）也早在1744年就为政治家约翰·史丹利爵士（Sir John Stanley）的藏书举办了他的第一场拍卖会。

1801年开始，乔纳森咖啡馆渐渐发展成了一个受管制的交易所，现代意义上的股票交易所就此诞生。从1778年开始，佳士得将艺术品

交易引入拍卖，它把英国第一任非正式的首相罗伯特·沃波尔爵士（Sir Robert Walpole）曾经拥有的一幅画，以4万英镑的价格卖给了俄国女皇凯瑟琳大帝（Catherine the Great）。1823年，佳士得把总部迁到了伦敦国王街的现址。艺术、股票、信息的交换从此轰轰烈烈地开始了。

为什么要拥有股票

如果快进几个世纪，我们可以看到在此期间，证券交易所和拍卖公司之间各自演进的步伐差距大到惊人。虽然今天的资本市场和古罗马时期闹哄哄的牲畜市场之间仍然存在共通之处，但除了买卖双方和各种各样的中间人，[13]这种共通之处几乎是难以察觉的。今天的证券市场是电子化的，能以秒计的变化反映全球的交易情况，有大量重量级的基金管理公司、投资银行，还有慢慢发展起来的相关研究和销售机构。与之相反，拍卖行业虽然引进了电话竞标（后来渐渐地还有网上竞标），但仍然相当排外。在拍卖中，还是需要有一个男性拍卖师（听说也有女性拍卖师，但我没见过）站在台上，面对一群艺术品交易商和有购买意愿的观众，试着带动大家的热情，并砸下一把小木槌宣布最后的竞标结果。乔治·艾略特（George Eliot）在其1874年出版的小说《米德尔马契》（*Middlemarch*）的第60章中谈到当时地产拍卖的过程，用的也是差不多的言语。

由于对专业人士和个人同样开放——不管是少数有钱人还是更大范围中的多数人，拥有股票成为一种越来越流行的投资方式。而艺术品交易从18世纪起步后，变得越来越难以接近。

过去的几十年间，基于一个成熟的市场，股票交易的回报相对其风险而言算是很不错的，因而也比其他投资渠道创造了更多财富。简

单地说，这应该是股票投资流行的一个原因。这种回报不仅仅是通过资本增值（持有股份的价值上升）来实现的。因为股票代表的实际上是资产，由此产生的利润如果不用于再投资的话，会定期以股息形式发放。

巴克莱银行财富管理部的研究人员建议他们的客户说，“简单地说，如果一个投资者只能承受单个资产类别上的风险，基于对经过风险调整后的回报的长期观测，成熟市场中的证券就是最好的选择”。即便考虑到1999年以后证券市场上经常呈现出的“泡沫形成——泡沫破裂”这一特点，他们也只是把“证券市场是唯一冒风险的好地方”这个说法调整成了“证券市场是值得冒风险的好地方之一”。[14]当然，巴克莱的财富管理业务在很大程度上依赖于这种说法的真实性。但即使有些人批评说证券市场濒临死亡，也许因为没有切实可行的替代物，它仍然能继续盈利（尽管没有那么靠得住了）。在北美，证券投资收益在整个财富投资中占有很大比重（在组合性投资中占37.2%）。在全球资产配置中，证券以26.1%紧跟现金和存款（28.2%）位居第二。我们需要记住的是，现金和存款这个全球最流行的投资方式所呈现出来的高百分比中包括了极端保守的日本的数据（鉴于在日本这个数字高达49.4%，它其实不应该被计入凯捷与加拿大皇家银行财富管理公司的调查报告）。[15]虽然人们对金融市场有着普遍的不信任，但提到证券，还是那句老话，“知道的总好过不了解的”。虽然艺术品更安全、更接近一种“硬通货”这种观念使艺术品交易获益良多，但艺术品市场最终被证明风险更高（参见第三章“艺术品和黄金”）。

1970年以来人们注意到，相比其他投资方式，证券不仅能产生高于平均值的回报，更具吸引力的是证券投资人可以在他们需要套利或收回投资的时候，迅速公开地出售它们（现在的交易都是以电子化手段完成的）。不像艺术品，人们当初发明证券的目的就是鼓励投资，它的核心就是流动性。股份的所有权也提供了有限的责任：投资者最

多就是损失他们当初用来购买股票的钱，他们在法律上不用为企业经营的成败负责。

当然，像我们在前面提到过的，即使是公开登记上市的股票，它们的流动性也是有区别的。通常来说，因为每笔交易对大局影响较小，大公司的股票流动性比小公司的要好。另外，流动性的好坏不仅和投资者的趣味相关，更重要的是取决于每一项资产自身的特质。公开上市交易的股票涉及数量庞大的买家和卖家，虽然仍有争议，它们仍可以算是除了现金外流动性最好的资产，而艺术品则是最差的。

今天，那些在证券交易所上市的公司可以发行上百万，甚至几十亿的股份。截至本书写作之时，在英国的上市公司中，沃达丰（Vodafone）有490亿股，立博（Ladbrokes）有8.09亿股，阿斯利康（AstraZeneca）有12亿股。你也能买到英国最顶尖的350家大公司之一，伦敦证券交易所自己的股票（发行量2.71亿股）。这使得市场上无数的买家和卖家可以随机配对达成交易，因而无论是买进还是卖出，对这家公司的价值都不会有重大影响（如果有影响的话，肯定也有特殊原因）。市场活动可以由股价来反映，它相应地也反映了一家公司的价值（在公开的市场上，一家公司的市值就是它的股票发行量乘以股票价格，这些都是公开的信息）。一家公司的价值和价格之间几乎总是有缺口的，流动性把这个缺口最小化了。股价被认为是对资产需求程度的完美写照，因为它们是某个特定日期买卖双方达到平衡状态的直接体现。

鉴于全球证券市场的规模，我们可以通过区分不同的国家，或者行业领域来反映投资者的风险偏好（事实上我们也正是这么做的）。在经济周期中某些特定的时段，在如科技这样的新兴行业，或尼日利亚这样的新兴国家，股票大涨往往证明了市场上有人愿意承担更多风险。对于追求价值的投资者（即那些实际价值比市场反映出来的价值

更高的公司），这个价值有可能来自受到负面新闻影响而引发的市场过激反应（比如汽车工业）。

当然，按照这种方式买卖股票、投资或撤离某个市场不能算是当代投资组合理论提倡的多样化投资，因为所有的证券市场或行业有可能同时下跌（事实上这种情况经常发生）。但它也解释了市场的规模及流动性，还有通畅的信息流是如何使投资变得活跃和有成果的。要知道艺术品市场最重要的特性之一就是它事实上是由若干各自为政的细分市场组成的。对这些又小又缺乏流动性的细分市场进行越深入的研究，就越明白对它们的表现不可能有什么靠谱的分析和预期。

创造模式

然而，为了吸引那些看着股票行情自动播报机长大的投资者，近年来人们试图对艺术品进行分类和分析，特别是创造了一些指数来演示可能的模式，展望未来的表现，和其他潜在投资进行比较，等等。不过需要注意的是，和股票、债券甚至葡萄酒市场指数都不一样，艺术品指数不能交易。它们不能反映实时市场活动，只是用不同方法对历史价格进行的梳理。

对更具金融属性的产品的需求来自两方面。大多数画廊、所有拍卖行，还有艺术品行业中的某些人，热切盼望能吸引那些在其他行业赚得盆满钵满的富人，特别是越来越占据优势的金融专业人士。简单地说，他们的目的就是追逐现金，而后者也急于获得艺术品世界带来的美名。在富裕阶层中，把艺术品收藏作为嗜好呈现上升趋势。

当然，如果你见识过后工业时期人们在19世纪对当代艺术自发的狂热需求，就不会觉得这是件新鲜事了。在我们所处的信息时代，市

场和金钱已经变成了全球甚至全宇宙通行的极少数语言之一，视觉艺术从某种程度上来说很好理解（至少是表面上）。拍卖成交创下新纪录是全国性媒体争相报道的好材料。虽然对艺术史的研究无疑对估值还是有着重要的影响，然而这一工作被留给了幕后的专家们，这对那些试图跟踪和记录市场的人可能是个挫折。

正如屡次被提到的，想要找到一个有说服力的艺术品销售模式，最大的绊脚石就是缺乏足够的数据。像我们前面提到过的，占艺术品交易50%的拍卖是唯一公开的信息来源。有一家名为艺术网（Artnet）的公司对这些信息做了非常详尽的记录，他们管理着一个数据库，里面有几家主要跨国拍卖行自1985年以来在公开拍卖中艺术品的成交价。要获取这些信息可一点也不便宜。2013年中期的中等价位是976美元（每年450次查询）。

当然我们并不是说全球证券市场能提供世界上每个行业领域内每家企业的信息，因为不是所有公司都是公众持股的。但因为信息数量众多而且覆盖面很广（大多数最大的非国有企业都是公开上市的），当它们相互印证的时候，没有理由不能准确地反映出某种市场趋势。某个公司、行业、国家或市场发生的交易越多，关于它的估值就会越准确（或者公平）。根据艺术网提供的数据，自1985年以来差不多700万件（次）艺术品进入市场，其中2012年一年占了180万件（流拍的数量平均在20%~25%）。与此对照，2013年2月伦敦证券交易所每天的平均交易量高达57.6万股。[16]

艺术品被经济学家称为一种“异质性产品”，这大概是把艺术品作为一种资产来理解其表现时的另一块绊脚石。简单来说，每一件艺术品和其他艺术品都不一样。这不但对估值造成了严重困难，也使得对某位艺术家、艺术流派，或者整个市场追踪到的表现很难前后一致。作为一家公司中完全等值的一部分，股票就没有这个问题。举例来说，对于一家单个的公司，比如沃达丰，通过它某个时期内股价波

动的情况，我们不难看出它的表现。在此基础上我们还可以做进一步分析，比如把沃达丰和另一家上市的电信公司，英国电信（British Telecom）同期的表现拿来做比较。这对那些较小的上市公司也适用。

当我们谈论艺术家的时候情况就大不一样了。我们可以追踪史上最多产的艺术家巴勃罗·毕加索（Pablo Picasso）1985年以来出现在市场上的作品，但那其实包含了好多品类：陶瓷、印刷品、绘画（比如那些蓝色时期的）、雕塑等。就算单单看他使用同种介质的一类作品（比如绘画），也还有完成的年代、不同尺寸，以及在艺术史上的重要性这些特质需要加以考虑。有些保存状态更好，有些是某组重要收藏中的一件（或某个博物馆的收藏），还有一些从艺术史的视角来看相对不重要。所有这些因素都可能对一件作品的成交价产生影响。

我们会在下一章进一步探究艺术品的估值问题，并详细列出所有对作品价格产生影响的因素。但判断这些因素孰重孰轻是很困难的。作为一个例子，让我们来看看意大利先锋派艺术家皮耶罗·曼佐尼（Piero Manzoni）。他的作品理论上讲创建了一个清晰的品类，特别是他1957年开始创作的系列作品《无色》（*Achromes*），其中每一幅看上去彼此都很像。2013年6月26日，这一系列中的两幅作品同时出现在苏富比当代艺术品的夜场拍卖中，标号分别为13和60。这两幅作品都有其标志性的皱褶纹理，那是把画布浸在液体高岭土中产生的效果。

这两件作品虽然相像，但不尽相同。13号拍品创作于1958~1959年，尺寸较小但在艺术品圈子里被公认比较出色。根据拍卖公司的说法，这件作品的保存状况非常好，仅仅由于艺术家选择的材质原因，有一些细小的裂纹。拍卖图录上说，这件作品自1970年以来一直被一位欧洲的藏家收藏。这也算是很不错的收藏记录了。而且它曾经在1975年、1991年和2004年三次出现在曼佐尼作品的分类目录（被正式承认的学术性的作品目录）中，其真实性比较可靠。就审美的角度来

说，这件作品也比较有趣。高岭土制造的扭曲效果带来了一种运动感，这在另外一件拍品中就没那么明显了。

同时，创作于差不多同期的1958年的60号拍品，只能说保存状况较好。除了意料之中的裂痕，还有一些浅浅的擦伤，甚至曾经做过一些修补工作。拍品的品相报告不是自动提供的，也不包含在拍卖图录中。如果你想要知道这方面的信息，必须直接向拍卖行询问，或者取得密码后登录他们的网站查询。虽然拍卖行称这件作品自1968年以来一直被一个德国藏家收藏，但对于卖方的描述却比较模糊而平淡。虽然它也列在1991年的曼佐尼作品分类目录中，而且附带一张鉴定证书，但其来源看上去还是没有前一件作品那么清晰。

这种区别也可以从拍卖公司事前给出的估计价格上看出来。13号拍品的估计价格在130万~180万英镑，而60号拍品在70万~90万英镑。结果，那件小而重要的作品如预期那样吸引了大量竞投，最后以160万英镑成交（加上拍卖公司的佣金后是190万英镑）。另一件作品完全没有人竞投，最后流拍了。

即使是较为引人注目的夜场拍卖，一个小时之后大家的兴奋度也会降低。在一场拍卖中这么晚出场显然对第二件拍品非常不利。在此之前，曼佐尼同时代的意大利艺术家卢齐欧·封塔纳（Lucio Fontana）的两件作品都流拍了，这进一步消磨了拍卖现场已经开始低落的购买欲望。然而这场拍卖也可能轻而易举地往另一个方向发展——对第一件作品激烈的竞投也可能引起人们对第二件作品的兴趣。所以说，艺术品市场是一个连天气好坏都能对买家的情绪产生影响的地方。[17]

如果要对曼佐尼的《无色》系列作品在6月26日这场拍卖中体现出来的平均价值做个简单的数学性概括的话，其价值在0~190万英镑，换句话说，取中是95万英镑。但其实这个逻辑在这里是不适用的。实际

上市场对此的判断是，一件作品值190万英镑，而另一件作品未能实现的价值比它未被公布的保留价要低（当然鉴于在拍卖中没有人出价这个事实，我们也可以争辩说它的价值就是零）。每件作品的价格是由许多无法推导出来的不同因素（其中不少彼此完全没有相关性）决定的。鉴于截至2013年6月30日，《无色》系列作品中的高岭土作品只有两件在拍卖中成交，没有足够多的例子来解释这种天差地别的销售结果。

但如果你是一个正在考虑是否要把钱花在艺术品上的机构投资人（或者是一个试图解释艺术品投资是否能作为一项明智选择的私人银行经理），你就需要收集一些现有的相关数据来量化这种资产的表现。所以，尽管艺术品市场具有无法标识的特性，市场专家们还是花了大量的时间和精力建立了一些理论上可以跟其他市场做比较的指数。他们做了很大程度的努力希望以此对抗艺术品市场那些古怪的特质。有些指数，像艺术品市场公告（Art Market Report，简称AMR），使用某段时间内艺术品的平均价格来描绘一条趋势曲线，以便反映出某个特定艺术家行情大致的动态。这还可以推广到不同的艺术品细分市场（如印象派、19世纪绘画），或者整个艺术品市场，然后和其他一系列外部市场（证券市场、石油市场、房地产市场）的指数做比较。AMR甚至还提供一个地毯指数。

AMR还考虑到了通货膨胀的影响，并能让用户去掉那些市场上的极端数据（比如拍卖结果中最高和最低的25%）以避免结果失真。有些新近建立的指数，像监护资本（Tutela Capital）使用的数学模型，甚至在他们的数据库里结合了算法，目的是统一考虑艺术品的异质性。作品在艺术家创作生涯中诞生的时间、使用的材料，甚至其艺术特质，都被一一衡量以便估计出它们对价格的影响。德国出版商《经理人杂志》（*Manager Magazin*）从1970开始每年在《资本》（*Capital*）杂志上发布的艺术指南（*Kunstkompass*），创造了迄今为止存在时间最长的当代艺术家风向标。这个榜单把一些非经济性因素

也考虑进去了，比如相关艺术家在画廊和博物馆的曝光度。根据这种说法，艺术品的每个特质本质上都有市场。但因为能举出的例子比较少（有时候往往只有一个），由此推导出的结论，其有效性就比较存疑。

梅摩（Mei Moses）系列艺术品指数消除了艺术品自身异质性的问题，这解释了它作为另一种评估艺术品表现的工具更有吸引力的部分原因。梅摩系列艺术品指数是由两位学者，梅建平和迈克·摩西（Michael Moses）建立的。该指数是基于艺术品几次售价之间的差别，而不是在一次拍卖中的价格来对市场的表现做出判断。这些指数，特别是梅摩全球艺术指数（World All Art Index），经常出现在像《经济学人》（*Economist*）和《金融时报》（*Financial Times*）这样的经济类出版物上。这套重复交易理论比较符合逻辑而且有透明度，让人耳目一新。针对这套评估系统的批评意见则指出，它本身其实也是有缺陷的，那就是流拍的艺术品没有被算进去。虽然最近这一点已经被考虑进去了，但使用的是此前拍卖行做出的相对具有假设性的估计价格。而且，用于建立指数的艺术品还存在自我筛选的问题，因为事实上只有一定品质以上的艺术品才会被重复交易。还有，艺术品通常不会以比以往更低的价格出现在公开市场上，因为这会传达一个负面信号。这一点也进一步增加了数据的偏向性。但不管怎么说，梅摩指数主要是针对单件艺术品的，所以仍然是对艺术品表现最可信赖的评估手段（也是在本书中使用频率最高的）。

主要的问题是，就像那些没有坚实地基的高楼大厦，这些基于学术和数学模式构想的艺术品交易指数是建立在非常有限的数据上的。

当然还是有些原始数据可供对照，这可以帮助那些准备投入到艺术品市场的潜在买家了解一下整个市场环境。以上的那些指数互相之间没有冲突，但它们只是简单地支持经验主义的证据。通过每年去若干拍卖会，甚至只读读有关这些拍卖的新闻，我就能得到一些对艺术

品市场（或某个艺术家作品）表现的分析数据或交易趋势。那些指数能做的也并没有很大的不同。有一条很好的经验法则可以用来评估一场拍卖（以及它所代表的市场）的表现，那就是比较拍卖最后的成交总额和拍卖前的估计价格（在作比较的时候不要忘了，最后的成交额因为加上了买方佣金被严重扭曲了）。同时，拍品的成交率也是一个灵敏的指标。

用图表和数据这类客观事实来支持投资灵感也很有帮助。对于那些对某位特定艺术家或者艺术品市场感兴趣的顾客，艺术品投资顾问公司就会精心准备一个包含了此类投资信息的资料包。考虑到艺术网的数据库已经能够提供最好的单件艺术品交易的历史记录，要说服大家为在此基础上衍生出来的其他服务付费就比较难了。截至本书写作之日，艺术网对单个艺术家作品的追踪记录分析报告索价186美元（这些信息目前在几个证券市场平台上可以免费获得）。

作为一家艺术品市场研究机构，艺术策略（ArtTactic）就是这样计划的。他们声称他们提供的分析服务中包含机密数据，也就是艺术品市场业内人士的看法。当然，这项服务也要收取订阅费。艺术策略的创始人安德斯·皮特森（Anders Petterson）是各个艺术品行业会议的常客，这不仅因为他的方法论比较严谨（他本人是学金融出身的），而且他从不讳言艺术品市场那些把自己搞得千疮百孔的怪毛病。这是促成他定期进行艺术品市场信心调查的部分原因。这是一个针对行业高管的商业问卷，借以揣摩市场热度，并制作一些有意义的图表来表达对市场的看法。这个方法看上去与周边的氛围相契合，但好像艺术品市场所有的东西，也只有有限的数据支持。130位接受问卷调查的人里包括了收藏家、博物馆负责人、艺术品顾问和交易商。与之形成对比的是，2013年普华永道（PwC）的年度高管问卷涵盖了1 300位商业领袖。

把绘画当成公司运作

在追求艺术品流动性的过程中，不可避免地出现了一个想法：把一幅绘画作品的价值拆成风险较低的若干相等的股份出售给投资者。这样一来，这幅画价值的升高或降低就可以从市场上对其股份的供求情况反映出来。他们希望达成的目标，就是让艺术品能在专门的艺术品交易所进行交易，这个交易所负责提供它们的每日行情，并最终成为一个能衡量所有艺术品价值的基准指数。这听上去很容易，对吧？

这类尝试到目前为止还没有成功（或者我们还没有看到成功的证据）。这个设想在逻辑上最大的问题是，只有当艺术品从根本上被视作投资的时候，它才可能产生效果。一家企业需要有盈利才能生存，才能雇用员工，购买机器设备，为自己的产品做宣传，才能成长。因此人们才会觉得通过投资这家公司的股票以期可能的增长是明智的。一幅画不产生利润也能很好地存在。事实上在大多数情况下，买入一件艺术品最重要的理由是对其视觉效果产生的情绪反应，而不是为了去市场上进行交易。因此，这个设想在逻辑之外最大的问题是，艺术品市场只有一小撮精英人士会接受以金融手段进行的操作。这不是因为顾虑到有兴趣的投资者会感到失望，而是一提到钱不知怎么就会降低艺术品的魅力，就好像那些高定时装店不会在橱窗里摆设价格标签一样。

所以此类设想没有成功一点也不令人惊讶。近年来动静闹得最大的是一家注册在巴黎的公司叫作艺术品交易所（Art Exchange）。2011年他们给两件艺术品估了价，并为此发行了10欧元一股的股票。这两件作品分别是弗朗西斯科·维佐里（Francesco Vezzoli）2007年的《从未发生的首演》（*The Premiere of a Play That Will Never Run*，13 500股），以及索尔·勒维特（Sol LeWitt）1998年的《不规则形状》（*Irregular Form*，11 000股）。因为比计划晚了几个月，

它的推出本身已经让人失望了，而且艺术品交易所的拥有者A&F Markets公司本来是希望一次性推出6件作品的。虽然如此，艺术品交易所把当时只推出两件作品的决定说成是战略性的，2011年春季之前还会有10件作品上市，并宣称有意进入美国、英国和中国市场。

艺术品交易所的理念，简单地说就是共同持有艺术品能够为这个市场提供更多流动性，需要时可以简单迅速地退出而且成本不高。[18]它的运作原理和证券交易所是一致的，收取透明的交易费用，每天晚上6点钟对不同的交易订单进行清算，以准备次日的开市。艺术品交易所的交易费率为5%，英国证券交易所的收费几乎为零，证券经纪人的收费也不超过2.5%。平均的交易费率是1%，而且仍然在下降中。但是自从艺术品交易所成立之日起，就没有什么交易的迹象，虽然它的创始人皮埃尔·纳昆（Pierre Naquin）在两年后仍然声称这种情况并不能真实反映他的想法所吸引到的空前的兴趣。[19]

对那些凭着新近创造的财富，以跨越式发展的劲头冲进艺术品市场的国家来说（这其中特别引人瞩目的是中国），这种直接大量投资艺术品的方式是很具吸引力的。据报道，2011年中国有近40家类似的艺术品交易所，作为艺术品投资渠道的一种，往往开业6个月后就开始变得不稳定。天津文化艺术品交易所就是其中一家。他们经手的两幅白庚延作品中的一幅，其股价在2011年间的两个月中上涨了17倍，估值达到1 570万美元，比白庚延作品在公开拍卖中的最高价高了近52倍。这在当时被称为一个巨大的成功，没有太多人注意到其中的投机成分。但此后不久，知名国画大师齐白石作品的股价开始剧烈震荡，似乎对此拉响了警钟。天津文化艺术品交易所开张两个月之后，终于被政府叫停。[20]紧接着政府的监管措施出台，类似的计划（据说有差不多30个）纷纷停滞。作为对几百个未被监管的电子交易所的打击行动的一部分，中国国务院发布的一项公告［参见《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融的决定》（国发〔2011〕38号）。——

译者注］上说，在中国，除了两家主要的证券交易所、三家商品交易所、一家金融期货交易所，其他任何实体不得发行新股、集中定价或参与做市。即使在那些得到许可的交易所，投资者也不能在5天内再次出售他们购买的资产。[21]

到了2013年1月，造成中国艺术品市场2012年戏剧性下跌的一个因素已经很清楚了，那就是过度的投机性投资。像常驻中国香港的记者凯蒂·亨特（Katie Hunt）6个月前在《艺术新闻》（*Art Newspaper*）上提醒过的，“当然，越来越多的中国富裕人群不是纯粹为了投机而购买艺术品。不过，绝不能忽视艺术品投资渠道在中国艺术品市场增长中扮演的角色，以及在衰退时导致的市场加速下跌效应。”[22]

监管

中国政府此次对艺术品交易所采取的高压调控手段，证明了对控制缺乏透明度的艺术品市场，这也许是唯一有效的方法。但与此同时，西方艺术品市场上那些要求监管的呼声不知何故却低了下去。部分原因可能是在一个没有可靠信息流动的市场上，坦率地讲，是没有可能进行有意义的监督的。另一个实施监管的障碍就是艺术品市场上那些最核心的参与者（一批有时候被称作“亿万富豪俱乐部成员”的个人和机构），并不在呼吁保护性立法的行列里。

艺术品交易大鳄拉里·高古轩（Larry Gagosian）和他的亿万富翁投资客户罗纳德·佩雷尔曼（Ronald Perelman）之间的一场诉讼在纽约州高等法院进行。法官就此案发表的一些意见把监管这个话题明确变成了公众注意的焦点。涉案双方都对一位知名艺术家杰夫·昆斯

（Jeff Koons）创作的一件雕塑作品提起了诉讼要求。面对这两位事实上有着紧密联系的艺术品市场的重量级参与者，2013年6月，纽约州高等法院的法官芭芭拉·卡普尼克（Barbara Kapnick）建议他们达成和解。她还调侃说，他们可以来年夏天在汉普顿（Hamptons）的鸡尾酒会上聚聚。[23]

对艺术品市场成为富人专属游乐场这一现状，有些人觉得无所谓，但另一些人（包括一些艺术家）希望能看到它更加开放。在现实中，艺术品市场较低端的层面其实是有大量参与者的。为了鼓励更广泛人群的参与，就需要有一些法规来保护他们的利益，就像在金融市场中常说的，保护散户的利益。

由于证券市场的规模、它在财富创造中的重要性，以及它对大众市场的覆盖度，这一直是受到最严格监管的领域。这些监管在历史上提升了证券市场对投资者的吸引力。信贷危机以来金融市场渐渐上升的需求就能证明投资者对这种监管有多看重（目前这对包括私募股权基金在内的资产管理行业也是一个巨大的挑战，参见第六章）。

把一家英国公司开放给一系列外部投资者的漫长而严谨的过程不容小觑。为了证明这个观点，下面我们来详细谈谈其中的一些细节。

在英国，上市规范是由英国上市管理署（UK Listing Authority，简称UKLA）制定的。UKLA是英国金融行为管理局（Financial Conduct Authority，简称FCA，前身是英国金融服务管理局）的分支。它是一个独立的机构，负责调控英国的金融服务业。它是由英国政府建立并且全权负责的。UKLA为那些试图在英国证券交易所上市的公司（被称为发行人）制定并推行上市规则、招股说明书规则（管理上市前需要公开的所有信息），以及上市后的信息公开和披露规则。一次标准的上市过程也要符合欧盟指导性标准的基本要求。而面向更大范围潜在投资者的溢价上市要达到一个更高的标准，

其中包括至少拥有在招股说明书发表之后12个月的流动资金。发行股票的交易所必须是英国法律认可的投资交易所（Recognised Investment Exchange，简称RIE）。

一家公司上市前还需要满足一些资格标准：它必须是一家根据其总部所在地法律的要求建立并运行的股份有限公司，而且作为在主板上市的公司，必须发行至少价值70万英镑的股票。伦敦证券交易所也有它自己的标准。举例来说，一家公司必须保证其董事会的组成合规（比如，其中必须包括若干外部独立董事）；公司的资本结构要符合要求；公司必须为未来的投资人提供招股说明书，里面要有详细的财务信息，比如资产和负债、盈利和亏损，还有过去3年的财务账目，而且这些信息的格式都要符合国际财务报告准则。受到《英国2000年金融服务与市场条例》（UK Financial Services and Markets Act 2000）约束的招股说明书，和其他欧洲国家自欧盟2005年实施《欧盟招股说明书条例》（EU Prospectus Directive）之后采用的招股说明书有很多共同点，比如都需要包含市场信息、风险因素，以及公开其他任何与运营有关的信息。

准备在一个被法律认可的交易所上市，至少需要几个月时间，还得有一个上市团队，其中包括律师和银行家（作为保荐人和做市商）、承销商、会计师，还有公关人员和其他咨询顾问。雇用这些人的开销比上市的费用还要高，这也传达了一个信息——公开上市是一件责任重大的事，每个人都负有各自的责任。举个例子，公司的董事对招股说明书的内容负首要责任，如果出现任何误导，他们有可能承担民事和刑事诉讼的风险。

一家公司在证券交易所公开上市之后必须始终遵守信息公开原则（这一点还是由FCA监管），这其中包括每3个月定期发布财务报告。在美国，类似的程序由一个联邦机构，即美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，简称SEC）负责监管。在英

国，那些比较小型的公司可以在另类投资市场（Alternative Investment Market，简称AIM）上市，它们需要遵循的上市规范很严格，并受到伦敦证券交易所的监管。

投资者和中介经纪公司同样会被仔细审查。所有跟投资决定有关的信息都必须公开披露。举例来说，证券分析师如果想要对某只股票做出评价的话，他们需要说明自己持有的所有公开发行的股票，以消除可能的利益冲突。

相反地，艺术品市场就没有专门的法规。有些机构会被其他法律约束（比如公司法），所以必须考虑到所在国家的不同法律规定。但你可以选择公司注册的地点。比如很多艺术品基金注册在卢森堡，据说那里的监管比较宽松。艺术品交易商在拍卖的时候可以去竞标他们自己代理的艺术家的作品，而且不用披露自己的身份。在把艺术家的新作品推销给别人之前，他们还可以自己先买下来。此类行为在公开股票市场就会触发警报，因为有人担心了解内幕的人会利用未曾公开的消息为自己牟利。

2012年，拉里·高古轩接受了媒体巨头同时也是收藏家的彼得·布兰特（Peter Brant）的访谈。谈到艺术品经销商把艺术家的新作品买下来然后再次销售的权力，他为此辩护道：

“在我看来，这简直是艺术品经销商天然的附带业务。如果你不想收藏一位艺术家的作品，那你压根儿就不该代理他。走进画廊看看自己是否想要买什么东西，这对你的热情和敬业程度是一个很好的试验。必须承认这种做法有时候会引起问题，因为另一个藏家会说‘你留下了最好的那件作品’。这种说法是对的，但从来没有对我造成过麻烦。我一两年当中最多买一到两件作品，而且诚实地说，我觉得我有权这么做。艺术家通常也不会在意。他们也知道如果需要从我这儿

借一件作品去参展，它就在那儿，而且我肯定不会把它拿去拍卖。收藏家对待他们的藏品有时候反而没有经销商那么尽心。”[24]

这种说法可能会让一些人稍稍安心，但同时也把艺术品经销商放到了一个令人眼红的位置（高古轩肯定不是唯一因此受益的）。由于缺少各方面的相互制衡，与证券市场相比，艺术品市场仍然是一个高风险的投资领域。

公开上市的艺术品公司

对那些被艺术品市场的投资故事吸引，同时又需要更多透明度和监管的人，有一个更显而易见的解决方案，那就是找一家上市的艺术品公司。这样的公司不多，但就优越的管理制度来说，苏富比是其中比较突出的一家。有趣的是，在纽约证券交易所，苏富比的行情代码是BID。

苏富比1977年在英国上市，之后的18个月里股价就翻了一番。1983年美国零售业巨头阿尔弗雷德·陶布曼（Alfred Taubman）和几个投资人把它私有化了。1988年，虽然还在陶布曼名下，公司决定在纽约证券交易所再次公开上市，目前已经是纽交所最早的成员了。美国有着全球最大的艺术品市场，作为市场健康状况的体现，有人认为投资苏富比的股票再好不过了，而且它的市场表现很容易查到。举例来说，苏富比的网站上说，1988年投资1 000美元买入的苏富比股票，1999年5月价值7 383.95美元。这个数字2012年年底又跌到了6 101.04美元（包含发放的股息）。[25]

苏富比的股票价格很难反映更大范围的艺术品市场。它在2012年上涨了18%，而梅摩美国艺术指数（Mei Moses American Art Index）

同期上涨了22%。两种评估手段都说明在艺术品市场交易整体平淡的大环境下，美国有一个相当具有震撼性的购买势头。不过，苏富比的股票无法勾画出整个艺术品行业的情况（假设梅摩指数可以）。2009年，梅摩艺术品指数下跌了23.5%。因为对外部经济环境反应更快，所以苏富比股价更早下跌（大概在2007年年底）。到2009年的时候它的股价已经开始回升，并在2009年上涨了不止一倍。

苏富比的股价受美国股市整体表现的影响很大，所以更能反映出美国股市的振荡波动。在2012年1月2日之前的10年，苏富比的股价和标普500指数（包含美国500家最大的上市公司，占股市总值的75%）有着很大的相关性。[26]在这里我们可以总结说，虽然艺术品市场和证券市场是完全不同的投资领域，但它们仍然是密切相关的。运行良好的证券市场会给投资人带来信心，使他们更倾向于考虑把赚到的钱投资到艺术品市场中去。

耶鲁大学讲师、作家，同时自己也是证券投资人的曼沙拉马尼（Vikram Mansharamani）从另一个角度解释了这个问题。他强调，苏富比的股价和它自己那些重要的拍卖相呼应，是一项关键的泡沫指标。曼沙拉马尼指出，历史上有4个阶段（1988~1990年、1997~1999年、2006~2007年，以及2011~2012年），苏富比拍卖会上超高的成交价带给了市场过度的投资信心，使得苏富比的股价达到峰值，但随之而来的都是大范围的股市暴跌。[27]

这个论断有一个例外。2008年9月英国艺术家达明·赫斯特（Damien Hirst）作品专场成交额达到1.11亿英镑，苏富比的股价随之攀上高峰。与此形成对比的是，投资银行雷曼兄弟（Lehman Brothers）的破产对更大范围的证券市场造成了巨大的冲击。但也有人质疑说即便在那个阶段整个证券市场还是充斥着无视实体经济现状的乐观情绪。但之后不久，苏富比的股价一跌到底，甚至比大盘的跌幅还大。

在一个原本缺乏透明度的市场，苏富比还会因为受到严格的信息公开原则的约束面临更多挑战。和苏富比相比，私人所有的佳士得无疑就能把自己的底牌藏得更深些。佳士得是法国商人弗朗索瓦·皮诺（François Pinault）通过一家公司持有的，他名下还拥有奢侈品集团开云（Kering），以前也叫巴黎春天集团（PPR）。在一个几乎由两家公司垄断的市场，当需要做出中长期决策的时候，形势对私营企业更有利。举例来说，为了接受常规监督，苏富比需要每季度公布包括利润率在内的财务数据，而它的对手就不需要这么做。每季度公开财务报告的压力使得上市公司倾向于比正常情况下更快地调整其业务或运营方向，他们更看重在下一次公告之前达到短期目标。上市公司对外部投资者的谏言态度也更开放。2013年中开始，活跃的对冲基金成了苏富比实际上的大股东之后，对公司的运营方式有着越来越强硬的意见。

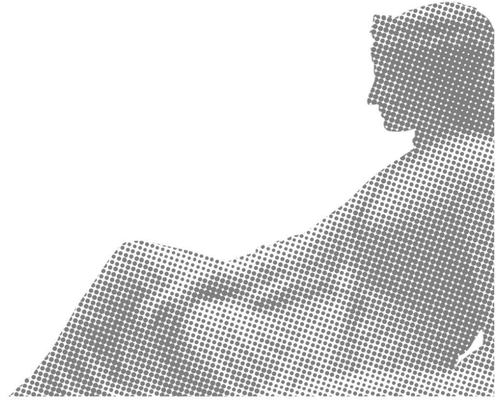
同时，作为一家上市公司，苏富比也有着佳士得没有的资金来源。佳士得更多地依靠某个有钱人，以及他其他生意成功与否。华尔街有许多分析师对苏富比的股票进行过分析和跟踪，美国的证券监管机构也给了它一些肯定。所以，在其他一些艺术品投资渠道快速兴起又消失的同时，苏富比得到了蓬勃的发展。

苏富比是迄今为止最大而且最重要的公开上市的艺术品公司，还有其他几家公司理论上也能提供一些艺术品市场的信息（参见斯凯特报告所列清单）。[28]举个例子，提供艺术品价格数据库服务的艺术网和艺术价格网（Artprice）都是上市公司，它们分别在法兰克福交易所（Frankfurt）和泛欧交易所（Euronext Exchange）上市。举办巴塞尔艺博会（Art Basel）的MCH集团在瑞士证券交易所（Swiss Stock Exchange）上市。但这里有很多“如果”和“但是”。MCH举办的艺博会虽然在艺术品行业中非常重要，但这只是它提供的海量服务中很小的一部分。同理，虽然艺术品价格数据库服务的兴旺程度能部分反映出艺术品行业增长的态势，但它对整个大局影响很小。

结论

至少从2000年开始，抓住艺术品市场上明显的上升势头，就成为投资人和为其服务的那些人心头萦绕不去的计划。但因为大家都希望用类似证券市场中的参数和分析方法来审视艺术品市场，这个计划很难变成现实。当行业大佬们都在与他们自己选择的规则互相对抗时，建立一个无懈可击的市场表现指数就变成了一项极具挑战性的任务。非常有限的数据、整个市场上普遍缺乏的透明度、每件艺术品的特殊性以及它们的交易方式，对试图改善现状的努力都是避不开的绊脚石。把艺术品设计成同质化的投资产品还没有什么成功的例子，这不仅是因为艺术品所带来的感性价值难以量化，也因为缺乏其他行业必须遵循的严谨的法律架构。而且，没有足够多与艺术品相关的重量级上市公司为外界提供进入全球艺术品市场的途径，或是反映出这个市场的动态。

大体上说，通过在一个有组织的金融市场上交易，比较成熟的上市公司股票能给投资者提供长期并略高于平均值的增长、流动性和法规保障。照这个思路，很难想象每件独一无二的艺术品都能像公司一样被拆成成千上万个相同的等份。把艺术品设计成这样的投资产品实在是一件艰苦卓绝的工作。



第三章
艺术品和黄金



从资本增值到财富保值

直到2008年金融危机之前，很少有人把艺术品和黄金做比较。很少有人提及这方面的类比不免叫人有些奇怪，但之后艺术品行业如此迅速地接受了这一概念同样让人难以置信。

得益于那轮衰退之前10年的经济繁荣，艺术品的价格随之暴涨，这使得艺术品市场颇具吸引力。如本书前面章节提到的，信心和财富的相关性对艺术品市场的繁荣与否，起到了重要的作用。2007年5月的纽约，历史上最大规模的当代艺术品拍卖专场的成交记录连续两晚被刷新——这后来被公认是金融危机发生前艺术品和资本市场的顶峰：5月15日，苏富比的夜场拍出了2.55亿美元的成交额，而紧接着在5月16日，佳士得就以3.85亿美元成功击败了它的老对手（夜场拍卖通常会持续90分钟）。每场拍卖都有一件创纪录的第二次世界大战战后作品：苏富比以7 280万美元卖出了马克·罗斯科（Mark Rothko）1950年的《白色中心——玫瑰红上的黄色、粉红及淡紫》（*White Center: Yellow, Pink and Lavender in Rose*），而佳士得以7 170万美元卖出了安迪·沃霍尔（Andy Warhol）1963年的 《绿色车祸——绿色火烧车一号》（*Green Car Crash: Green Burning Car I*）。总价17.5亿美元的艺术品两周之内就在纽约销售一空。艺术品顾问艾伦·施瓦兹曼（Allan Schwartzman）的说法是，买家们的行动力是“超乎寻常”的。[29]

当更大范围的经济市场开始瓦解的时候，对业内人士来说，能否把艺术品与曾经支持其运作的金融市场拆分开来就显得至关重要。另一种做法是坦承艺术品市场也有泡沫，买卖双方的需求很快都将见底。但事实上，艺术品业内人士选择了推动新的投资趋势：财富保值。

与此同时，投资高风险股票的投资者转向相对安全的投资领域，因此，黄金市场开始进入繁荣期。“艺术品如同黄金一样安全”这一观点最初出现的时候并没有那么明显直白。直到2001年9月，摩尔资本管理公司的前经济学家乔·罗斯曼打造出了SWAG这个词（代表白银、葡萄酒、艺术品和黄金）。罗斯曼用SWAG来描述那些虽然历经两次衰退，在过去大约10年中表现仍然异常出色的资产。[30]报界在整个2012

年都抓住这个类比不放（罗斯曼与此相关的新书《SWAG：下个10年的投资新选择》也在这一年出版）。

可以预见，艺术品作为一种资产可以储存财富（资本增值属于过去的时代）这一特性需要加以强调。根据它的拥趸所说，艺术品不像它的近亲——股票和债券那么难以预测，因此长期来说比较可靠。苏富比的首席执行官鲁博维（Bill Ruprecht）在一次与华尔街分析师的电话会议中谈到，“过去的4年中，富人们耗尽了其他资源转投艺术品”。[31]对于潜在的买家和卖家（后者可以说对艺术品市场的运转更加重要），虽然可能有经济崩溃的末日，但因为艺术品不会从根本上改变，它们永远具有价值。这点和雷曼兄弟公司不一样。所以，不管外面的世界发生什么，尽情买卖吧！

在某个有限的范围内，对那些有余钱放在银行赚取微不足道利息的人，这个观点是成立的。而且在市场上它支持了某些令人吃惊的结果。拍卖历史上10个最高成交价，其中有5个发生在2008年到2012年5月之间，尽管与此同时几乎所有市场都在经受经济崩溃的恶劣影响。这些交易包括2015年5月上旬分别在佳士得以8 690万美元卖出的罗斯科1961年的《橙色、红色和黄色》（*Orange*，*Red*，*Yellow*，1961），和苏富比以1.199亿美元卖出的爱德华·蒙克（Edvard Munch）那幅占尽媒体头条的《尖叫，1885》（*The Scream*，1885）。在2012年11月12日那一周，仅仅战后和当代艺术一项，就在纽约的公开拍卖中取得了超过10亿美元的骄人战绩——再想想飓风桑迪横扫纽约也不过是两周前的事！6个月后，佳士得在2013年5月16日的一场拍卖中刷新了自己创造的最高单品成交价（4.95亿美元）。2013年11月12日，同样的事又发生了一次，而这次变成了6.92亿美元。

黄金真的固若金汤吗

“艺术品如同黄金一样安全”这个类比也值得进一步推敲。

黄金投资有趣的一面，在于它导致了很深的意见分歧。那些被称为“黄金虫”的黄金忠实信仰者，之所以把这种金属定义为最纯粹的终极货币形式，是因为单一货币，又称不兑现纸币（fiat money，fiat这个词在拉丁文里是“那就照办吧”的意思），本质上就是借据。英国的钞票上就印着“我承诺付给持票人若干金额”；而美国的钞票上则写着“这张钞票是所有公私债务的法定货币”——这些都在提醒我们，在某个时间点可能会有人提出偿还债务的要求。黄金是唯一没有对手方的货币，只强调它的支持功能。

黄金不受制于政府一时的念头。我们过去经常看到，在经济压力较大的情况下，政府采取的政策往往是支出大于收入，然后仅仅通过印制更多的钞票来刺激经济（换句话说，他们其实是通过让你口袋里的钱慢慢贬值而制造了比看上去还要多的债务）。黄金追捧者们说，作为一种货币，黄金不受制于中央银行的决定，而且，现实是你必须把它从地下挖出来。这就是为什么相对于那些波动幅度很大的货币（以及像股票和债券那样交易更广泛的金融产品），在对抗不确定性方面，黄金是一种安全而且有经济效益的止损手段。显而易见地，黄金因其安全性被世界上主要国家的央行持有，并作为官方储备资产以应不时之需。

可另外一些人相信黄金作为一种金融资产的角色应该被限制在历史书里，而且它被感知的价值也仅仅是相对而言的（可以用来和最近风行的电子货币——比特币做个比较）。现如今黄金的使用已经很有限了。当然它还被用于首饰制造，而且在某些国家受到追捧。例如，印度是黄金首饰最大的市场，2010年的消费额高达746吨。中国以增长迅速的400吨紧随其后。不过鉴于截至2011年年底，地上黄金储量有171 300吨之多，这点需求真不算什么。[32]我们来看看黄金的装饰性功能和其他金属的工业性用途的对比：用于制造饮料罐的铝、在电气和

电子领域被广泛运用的铜，石油之类的商品就更不要说了。套用经济学的术语，贬低黄金的人说它根本没有内在价值，因为它不能产生收益。德意志银行（Deutsche Bank）金属研究部前任主管丹尼尔·布莱伯纳（Daniel Brebner）解释说，黄金让很多投资者感到不安的一点是，不像其他商品，它没法被真正地消费掉：不像食物、能源或工业用金属，它不能吃、不能烧掉也不能被锻造。[33]

1998年，超级投资人沃伦·巴菲特（Warren Buffett）在哈佛大学的演讲中有这样一段著名的表述：

> “（黄金）是从非洲或者其他什么地方的地底下挖出来的，然后我们把它融化，另外挖个洞再埋到地下，还得花钱找人看着。这样做一点用处也没有，如果火星上的人看见，他们肯定会挠着头表示不理解。”[34]

他还在2010年《财富》（*Fortune*）杂志中以反问的形式坚持了这一说法：

> “如果你持有有史以来开采出来的所有黄金——数量大概可以填满一个边长为20.4米的立方体。参照目前的黄金价格，你可以用它买下美国所有的耕地，外加10家埃克森美孚（Exxon Mobil），还有1万亿现金。你也可以留着那一大块金属块。如果是你会选哪一样？哪个选项能产生更多的价值？”[35]

在比较艺术品和黄金时，很少有人会接受这种可能更为相关的类比。

给黄金和艺术品定价

不管你认同以上哪种观点，黄金显然是被当作一种普通消费品来交易的。因而它和艺术品的明显区别就是，黄金可以即时以某一价格转换为现金。作为一种储备资产，黄金是流动性上佳的投资。当然这不是说它没有波动的可能。黄金有不同的存在形式：从纯粹的金属（最普遍的存在方式）到首饰，到作为更为复杂的期货交易以及其他可交易金融产品的基础资产。虽然付出一定的佣金就有很多方法可以购买这些产品（参见下文），黄金还是有一个被规范的基本价格的。正如最近的相关分析所说，“一盎司黄金在某个市场的价格，应该基本等同于它在其他市场的价格”。[36]

虽说艺术品市场中有一部分更加商品化（某些艺术家比较多产，而且拍卖公司不起眼的日常交易数量也远比大额高端交易来得多），但大部分作品还是相当独特的，这从它们的标价中可以反映出来。更重要的是，艺术品没有一个基本价格，这个几乎可以说是荒谬的事实导致了一些可笑的反应。美国艺术评论家杰瑞·萨尔茨（Jerry Saltz）提到他的一次经历：他曾经试图在脸书（Facebook）上寻找一位主流艺术家作品的“完美赝品”。他指明要格哈德·里希特、威尔·莱曼（Will Ryman）、丹·弗莱文（Dan Flavin）、卢齐欧·封塔纳（Lucio Fontana）、马塞尔·杜尚（Marcel Duchamp）、达明·赫斯特、韦德·盖顿（Wade Guyton），或者艾格尼·马丁（Agnes Martin）的作品。他为此出价155美元，外加所需的材料费用。他用假设的口气问道：“为什么要155美元？”他的答案是：“这个价钱对我来说可以算是物有所值，而且55和50比起来是个有趣的数字”。[37]

虽然对于黄金价值的衡量没那么多娱乐性潜质，但那是个已经使用超过90年的非常独特的定价系统，和那些股票、债券之类的能更广泛交易的金融工具基于单宗交易的价格匹配系统很不一样。和那些金

融工具不同，黄金不是在一个有监管的交易所买卖的，而主要是通过交易商进行场外交易的。

超过85%的国际黄金交易发生在伦敦，那里每天提供两次黄金的定盘价——5个成员每天上午10：30和下午5：00召开电话例会（考虑到美国市场的开市时间，从1968年开始增加了下午3点的例会），根据当天的供需情况决定金价。商议的过程一般需要5~15分钟，之后决定的价格会用英镑、美元和欧元对外发布，在全世界范围内被广泛认同。

“定价者”是一个有代表性的小型委员会：5个成员来自5家最大的黄金交易银行——在写本书的时候，这5家银行分别是巴克莱银行、德意志银行、加拿大丰业银行（ScotiaMocatta）、汇丰银行（HSBC）和法国兴业银行（Société Générale）。随着市场的逐步一体化，有能力参与此项活动的银行日渐稀少：作为一个处于英格兰银行（Bank of England）宽松监督下并被大众认可的交易协会，伦敦金银市场协会目前的成员中只有11家做市银行。在1987年LBMA成立之前，英格兰银行充当着黄金交易市场的管理者。

每日更新两次的金价（以每金衡盎司，即31.103 5克计），以及过去的每日金价，都可以很容易地在各类网站上找到。这并不是说没有人担心黄金定价系统的机能，金价可能被人为操控的疑问一直不绝于耳。2012年，一个金融市场评论员在他的博客里写到“巴克莱银行的伦敦银行同业拆借利率丑闻的发生，使得更多业内人士倾向于公开宣称金价曾经被有组织地人为操控”。[38]

黄金的定价系统可能有风险而且有点过时，但和艺术品的定价方式相比，仍然可以说具有完美的透明度。艺术品的交易总额远远比不上黄金：2011年艺术品交易只有600亿美元[39]，而同期黄金的场外交易根据LBMA的估计达到了60万亿美元[40]。需要指出的是，艺术品市场非但小，而且更分散。一件艺术品可以通过拍卖行交易，也可以由单个

的交易商出售。我们前面提到过，全球各种级别的拍卖行有2.3万家左右，这些公司贡献了艺术品市场大约50%的交易额。而单个的艺术品交易商估计有37.5万家之多[41]。上述的每一家公司或者单个的艺术品交易商，对每一件艺术品都会给出一个合理的，或者说希望是合理的估价，然后各自在市场上单打独斗，希望按照他们的估价完成交易。因为没有正式统一的决策过程，也就无法获得公开有效的定价。

和黄金一样，艺术品没有什么本质上的价值，所以需要靠外在的估计来定价。但正如我们前面解释过的，因为黄金是一种均质的金属，一个基本价格就可以适用于所有黄金：不管是在哪里开采的，也不管卖方是谁，任何100金衡盎司的黄金，都等同于其他任何100金衡盎司的黄金。就算有佣金存在（参见下文），由于黄金这种资产本身的价格是固定的，相应的投资决策就容易做了。更重要的是，黄金几乎是坚不可摧的，而艺术品却非常容易遭受各种损坏从而导致贬值。

虽然在给艺术品定价时也有一些普遍适用的原则，但因为它们相对主观，用起来的时候每一项都有不同的权重。把交易商看待艺术品价值的决定性因素分拆开来看看，就会发现它们同时受限于来自艺术世界和艺术品市场的各种奇思怪想。对于许多希望成为买家或卖家，特别是那些新近进入这个市场的人，这个特点可能还不太明显。那就让我们一起来看看吧。

- 艺术家本人的重要性。
- 该作品在艺术家所有作品中的重要性（比如考虑到构图或主题这些因素）。
- 作品完成的时间（除了该作品在艺术家整个创作生涯中的重要性，创作时间也很重要。举例讲，艺术家去世后再次印制的照片或铸造的雕塑作品，就远不如那些他们生前创作出来的值钱）。

• 作品的尺寸大小。总的来说，尺寸越大越值钱。

• 作品的保存状况。这一条对那些古旧的艺术品特别适用，而且要考虑到那些已知的修复工作。

• 作品的独特性。成批生产的艺术品价格自然就要低些，那些产量多于10件的更是大打折扣。

• 作品的色彩。这一条对某些艺术家特别适用，比如隶属“贫困艺术（Arte Povera）”派的意大利画家封塔纳，他的作品中以红白为主色调的就比蓝黄绿色系的卖得好。当然，不同时期都有相对流行的色彩。

• 作品的来源。谁是它曾经的拥有者——在最近的几次拍卖中，可以看到伊丽莎白·泰勒（Elizabeth Taylor）的光芒或者埃里克·克莱普顿的名气明显有助于提高艺术品的价值。同时，作品的来源也有所谓好坏之分。从历史渊源来看，某些收藏一直被认为比较重要。

• 作品曾经在何处展出。曾经作为博物馆的陈列品肯定能为作品的价值加分。虽然博物馆或类似机构的排名一直含糊不清而且经常在变动，其中还是总有一些机构被认为优于另一些机构。

• 作品的材质。比如帆布油彩一般都比纸质水彩值钱，或者有时候某些作品使用的材料本身就很贵，比如马克·奎安（Marc Quinn）2008年的《小宇宙（海妖）》[*Microcosmos*（*Siren*）]。这件以超级名模凯特·摩丝（Kate Moss）为模特，用18K黄金做成的10千克重的塑像在2011年10月苏富比伦敦拍卖会上以577 250英镑成交，它的材料本身就价值20万英镑。

• 作品的成交地点。高端的画廊和拍卖公司响亮的招牌都可以为此加分，有些画廊会让人们另眼相待。由著名经销商凯尼·沙赫特（Kenny Schachter）经手的作品至少可以使高古轩代理的某位艺术家的作品增值20%[42]。

• 相关的市场交易事件。其中包括类似作品的成交价格，该作品的历史成交价格，该作品是否曾经在公开场合流拍——如果有过流拍记录就会使之贬值，该作品出现在市场上的频率——当然是越少越好。当然，所有的交易历史仍然是建立在上述主观估计基础上的。

不过话说回来，最重要的也可能是最难以捉摸的因素，还是“品味”。在任意一个特定的时间段，人们对某一类作品都有特定的偏好。在21世纪繁荣的前几年（2000~2007年），艺术品市场上的买家偏爱色彩明亮让人激动的作品，用来装饰他们在曼哈顿的阁楼公寓再醒目不过了。而金融危机之后，大家的审美口味就变得温和起来。

供给和需求

正如上文概括的那样，在黄金市场上最强劲的需求是投资，而这种需求往往是由对金融或政治的风险厌恶驱动的。黄金的供给就相对稳定了：据世界黄金协会（World Gold Council）说，新开发的金矿往往会替代一些原有产品，而不会让全球的黄金生产量攀上一个新的台阶。[43]对金价前景普遍乐观的看法是建立在一个从经济角度让人放心的事实之上的，即对黄金的需求大于供给，而且在可以预见的未来（在黄金市场是10年，因为开发一个新矿的前期准备至少需要这些时间），黄金的供给是不变的。

在艺术品市场，投资并不是最重要的需求。当然投资对某些买家来说肯定是一个驱动力，毕竟没有人愿意做亏本买卖（而且，人们当然乐于见到自己买下的艺术品升值）。确实有些人主要是为了投资（我们已经可以看到围绕这个目标发展出来的一些不同的运作机

制），但这种目的是艺术界中某些具有创造性头脑的人所不赞同的。不去考虑那些交易商、拍卖行，或者看似不会做生意其实不然的艺术家，在艺术界，一味追求作品升值从来都不是被广泛认可的想法。一份巴克莱银行的调查报告援引莱德伯里研究所（Ledbury Research）的数据显示，全球最富有的2 000人中，仅有10%的人把艺术品作为一项投资，而有多达58%的人投资贵金属。[44]

在艺术品市场中，过世艺术家的作品更受青睐。可是试想一下，如果有那么几个潜在的买家企图购买一系列在艺术史上被公认为精品的大师遗作，市场上哪可能有那么多供给。而且这样一桩交易完成之后，该作品通常会在买家手里保留至少一代人的时间（如果买家是博物馆，那也许就是永久收藏了）。这些都进一步限制了市场的供应量。虽然不像葡萄酒那样会消失（参见第四章），但艺术品很有可能被损坏甚至被完全毁掉。

抬升价格最重要的手段就是设法保持强劲的需求，特别是考虑到在二级市场上没什么可以用来使一件已经完成的艺术品变得更完美（参见下文）。一旦有了需求，艺术品交易商接下来的工作就是想办法找到这些大师的杰作，然后说服其拥有者出售它们。有时候这种说服工作要花一代人的时间才能见到成效，可是其成功也往往标志着某个交易商或艺术品专家职业生涯的光辉时刻。这种需求和供给之间的巨大差异在某种程度上能解释一个现象，即为什么某些过世艺术家最重要的作品在市场上的成交价屡创新高（虽然大多数次一级作品的交易都无声无息）。但与此同时，我们对当代艺术的繁荣更加摸不着头脑了。

当代艺术作品的供给情况就完全不同了，因为一个在世的知名艺术家随时可以像一部印钞机那样高效率地工作。根据符合逻辑的经济学论证，这种几乎没有限制的供给应该会压低价格才对。2007年达到顶峰的那一轮当代艺术繁荣中最让人好奇的一个特点就是，那些得到

极大关注而且成交价格最高的作品，都是看上去最商品化的（也就是说，看上去都一个样儿），而且几乎是可以工厂化生产的。在炫耀性消费的年代，艺术收藏品最重要的特性是具有可辨识度——或者说价钱要贵到令人瞩目（像达明·赫斯特、村上隆、杰夫·昆斯，这些名字都包括在21世纪早期那些标签式的大腕名单中了）。此外，对艺术家作品的需求会导致价格的上涨，而价格上涨回过头来又会使市场的供给量上升。这些因素始终都让经济学家对研究艺术品市场令人迷惑的动态变化怀有浓厚的兴趣（更多内容可参见第七章艺术品和奢侈品）。

然而，那些以美学标准衡量艺术品价值的人最主要的担忧，就是完成一件作品的时间越短，这件作品艺术价值不高的机会也就越大。而那些以经济价值衡量艺术品价值的人最主要的担忧，则是由此可能造成的泡沫：一旦对某位艺术家及其作品的审美趣味产生怀疑，泡沫就随之破裂了。我们上面提到过的那几位艺术家（以及其他一些所谓的专业艺术品制造者）作品价格的停滞（或是大幅下滑），表明了这种破裂的速度可能是非常快的。[45]

创造价值

黄金也好，艺术品也好，本质上都不会变差，但也不可能变好。与之形成鲜明对照的是基于基础行业的资产（特别是公募和私募股权基金），变好或变坏都会影响对它们的估值。

每一件艺术品都是独特的，这使得培养不同的市场需求——针对每件作品、每位艺术家，甚至每次艺术运动——有着巨大的潜力可挖。而对于基本无差别的黄金产品，情况就不是这样了。这就是为什么诸如“增加价值”或“打造品牌”这样的观念在艺术界显得如此重

要。在那些曾经有过买卖记录的艺术品进行交易的二级市场，能进行增值的方法是很有限的。但在交易新品的一级市场，交易商就可以省下这份辛苦了（更多内容可参见第六章“艺术品和私募股权基金”）。简单地说，艺术品市场主要的中间人（交易商和拍卖行）为他们手头的艺术品培养出了一个市场，用看似有点神秘但老道的手法把它们变成了人们渴望得到的东西。在这里，对品牌塑造所做的努力，也可以被看作构成一件艺术品最终价格的因素。

如何给一件艺术品定价也是市场营销活动的一部分。拍卖公司在他们的拍品目录里会给出一个估计价格，这个估计价格通常会有100%的波动范围，像是3 000~6 000美元、100万~200万美元、1 000万~2 000万美元。有时碰到某些明星拍品，他们还会表示估计价格“待询”，然后给出一个更具假设性的数字，比如“高于700万美元”[46]。看到拍卖行给出的估计价格范围（或者说大多数有意成为买家的人都会去了解这些信息），人们会本能地假设这个估计价格范围的中间数应该就是一个比较“真实”的价格了。但其实这个估计价格范围既没有指出卖家愿意接受一个什么样的价钱（拍卖行和卖家事前会私下约定一个可接受的价格，通常可能比估计价格的最低值略低一点），也无法反映出这件艺术品最终会以什么样的价钱售出。虽然估计价格并不是估值，也不是最终公布的交易价格（因为买家还需要付出有可能高达艺术品价格25%的佣金），但已经是我们能看到的比较接近的数字了。

研究艺术市场的经济学家克莱尔·麦克安德鲁（Clare McAndrew）在她2010年出版的著作《艺术与金融》（*Fine Art and High Finance*）中讨论了拍卖行的售前估值是否有偏见的问题。她引述了不同的研究，阐述了“不同拍卖行在对待不同情况的拍卖、不同的艺术种类时，存在低估或者高估的情形”。虽然她的结论是，“在最好的情况下，专家无偏见”，[47]但我们已经能很清楚地看到，拍品的售前估值是推动拍卖过程戏剧性走向的一个重要因素。

毕竟，举办现场拍卖会的目的就是通过拍卖过程中那些戏剧化的表现增加拍品的价值，这就可以解释为什么大多数拍卖会选择在挤满了人的、类似老式交易大厅的地点举办，而不是通过电子交易的方式来完成。为了制造戏剧效果，有时候给出低于市场预期的估计价格是很有效的。这样做可以鼓励更多人来竞投（从而显示出对此的需求），激发市场的活跃性。而且如果这种策略行之有效的话，拍卖公司事后就可以对外宣称该拍品“以比估计更高的价格售出”。这对那些有意出售藏品的人是很有吸引力的。

身为耶鲁大学的讲师、作家，也是全球股票投资人的维克拉姆·曼沙拉马尼对那些投标价远远高于事前估计价格的拍卖所带来的影响是这样描述的，“令人激动的、难以形容的、不可思议的”。[48]一个很好的例子就是2012年5月22日苏富比举办的甘瑟·萨克斯（Gunther Sachs）藏品专场拍卖。2011年饮弹自尽的萨克斯是一个知名的花花公子，3个前妻中还包括碧姬·芭铎（Brigitte Bardot，她是第二任）。这些藏品的来源简直让人无法抗拒，其中许多作品都出自被大力追捧的热门艺术家：安迪·沃霍尔、伊夫·克莱因（Yves Klein）、罗伊·利希滕斯坦（Roy Lichtenstein）。最后一批由42件拍品组成的夜场拍卖中有一艘1962年的丽娃游艇，当年由船厂直接运送到萨克斯在洛桑的家。这件拍品很好地展示了此次拍卖的迷人之处。

大多数拍品的估计价格看上去都很合理，但有3件1962年的家具——桌子、椅子、衣帽架，价格不寻常得低（在3万~4万英镑）。它们都出自艾伦·琼斯（Allen Jones）之手。艾伦·琼斯当时最出名的作品是一类雕塑，就是把穿着性感（或干脆没穿）的女体人像变形为柔软的人形家具。花花公子和情色家具的组合绝对应该是个大热门，更何况艾伦·琼斯的作品在之前的拍卖中卖出了超过19万英镑的高价（不过这不是他家具的价格，自从2003年他的一件包裹着绿色橡胶的女人体桌子卖出37 600英镑之后，拍卖会上就没再出现过他制作的家

具）。同时，他的作品在画廊的平均价格也超过了3万~4万英镑这个范围。不过苏富比选择了琼斯作品2003年的价格作为定位，而没有急着利用藏品的特殊来源或是作者日渐上升的名气来捞取好处。

在拍卖现场，经过一番每个拍卖师都梦寐以求的、激烈而热火朝天的竞投，这3件作品最后的成交价分别是970 850英镑（桌子）、836 450英镑（椅子）和780 450英镑（衣帽架）。苏富比事后承认他们冒着风险给出的低估价得到了回报，而之后此事引发的新闻头条更是锦上添花。在这个背景下，看看那些成长迅速的在线拍卖公司如何调整自己的期望值是件很有趣的事，毕竟电脑屏幕没法带来这种戏剧性的好处。

增值的代价

和其他投资方式一样，持有和交易黄金或者艺术品都需要考虑到相关的费用。

迄今为止，在艺术品市场上最大的一笔额外费用就是交给中间商的交易费。在公开交易中，拍卖行原则上对交易双方都要收费——也就是说买卖双方都要付钱给同一个对象。对买家实行的是一种按比例增减的浮动收费标准，而且比在其他任何一个合法的市场上收的都要高。在英国，佳士得和苏富比对销售金额5万英镑以下的收费25%，5万~100万英镑的收费20%，超出的部分收费12%。[49]这种交易费比其他大多数市场的交易费都高得多。不过需要记住的是，因为这种倒置的浮动收费标准，拍卖行在5万英镑以下的拍品上获利最丰，更别提花在此类拍品上的营销费用远比那些昂贵的拍品要少得多。

卖家也需要付费，而且也是参照一个浮动标准的。举例来说，佳士得最昂贵的那些拍品都是由它在伦敦国王街的总部来打理的。在那里，如果是6万英镑以下的单件拍品，他们对3 000英镑以内收费15%，3 000英镑~59 000英镑的收费10%。而对超过6万英镑的拍品则以最后落槌价为基础按不同比例收取，在6万~300万英镑，这个比例从8%下滑到2%。对于大于300万英镑的，佣金的数目按公开的说法是“双方商定的”。如果卖家想让拍品出现在拍品图录中，还要为此付出一笔营销费用：整页图500英镑、1/3以下页面150英镑。其他诸如丢失、损坏、整修、包装、运送、清关等费用都需要在此基础上支付增值税。[50]

在那些主要的拍卖行，对卖家收取的佣金相对买家佣金来说都是不公开的（后者就印在拍卖图录上，而前者的相关信息则会根据个别要求单独提供）。拍卖行之所以把对卖家的收费定得那么含糊，是因为它们希望可以留有余地，以便需要的时候为那些关键客户改变规则。对那些受拍卖行偏爱的优选客户，“双方商定的”这个词常常意味着完全免去佣金，其中也包括300万英镑以下的交易。拍卖行会自行决定如何为拍品做推广（比如图录的封面上放哪件拍品），这也是它们和卖家协商以便获得某件重要拍品的手段之一。

2000年发生在佳士得和苏富比之间的价格串谋丑闻，其实就是商定了一个统一的佣金标准。为此受到检控的两个苏富比高管中的一个被处以监禁，而另一个佳士得的高管则因为主动举报而免于被刑罚。[51]虽然今天已经很少看到这种串谋行为了，但显而易见的是，如果两家主要拍卖公司之一调整了佣金费率，另一家也会马上跟进（最接近本文写成之前的一次发生在2013年，苏富比和佳士得先后提高了交易的门槛。虽然一开始并没有达到统一水准，但几个月后佳士得迅速与苏富比看齐了）。

虽然佣金的费率不是一成不变的，艺术品交易商赚钱的方式还是比较传统的。它们买进卖出一件艺术品赚取的差价在10%~20%浮动（这

取决于它们花了多久把它出手、是否牵涉到修复工作，以及随后发现的与该艺术品有关的信息，等等）。在世艺术家的作品通常是以寄售方式销售的，交易商保留其中50%作为佣金，而另外50%会返还给艺术家本人（当然，像艺术品市场上的其他很多东西一样，这个分拆比例可能会有很大的变动）。

相对艺术品交易商，拍卖行较少经手在世艺术家的作品。当然有时候这些规矩也会被置之不顾，而且这种例子似乎多起来了。比如苏富比在其2008年的拍卖中售出了达明·赫斯特的《美永远在我心中》（*Beautiful Inside my Head Forever*）。虽然达明·赫斯特很偶然地没被要求缴付卖方佣金，苏富比还是从这桩1.11亿英镑的大买卖中赚到了超过1 500万英镑的买方佣金。

黄金交易的获利模式和外汇交易是很相似的，意即通常有一个公开的买价和卖价。黄金卖家也可以在给定的即期汇率之上要求升水，但对艺术品而言，整个市场是依照一个按比例递减的浮动标准来操作的（幅度随着交易额的增加而递减），其中的差距非常大。一个为有意向投资黄金的个人设计的网站，bullionvault.com，对成交金额在7.5万美元以下的交易收取的佣金费率为0.5%，不超过75万美元时收0.1%，再之后就降到了0.05%。虽然这样一来1/12盎司枫叶金币的交易佣金会高达35%，但对400盎司的金条来说就降到只有0.4%了。而且平均来讲，黄金交易的升水在2%~4%，这可比艺术品交易低多了。[52]当然还可能会有其他收费，比如你可以通过伦敦的哈罗德（Harrods）百货公司的银行订购金银产品，不过它会对5 000英镑以下的交易收取25英镑的手续费。

对黄金和艺术品交易，这些额外的费用都可以看成它们各自的经销商因为增加了产品的价值理应获得的回报。像黄金这样比较商品化的产品，寻找一个可信赖的交易商还是很重要的（哈罗德就是在拿它的品牌信誉做生意），但同时黄金产品具有很高的均质化特性，这使

得能对此收取的额外费用也不会太高。因为可以使用较为便宜的电子化平台甚至是网络来进行交易，黄金交易商无须负担高额的基础成本。但在较少透明度的艺术品市场，在线交易还没渡过艰难的初生期，交易商们有理由认为他们的工作更有价值。在一个供给相对紧张的公开市场，作为垄断市场的两大巨头，佳士得和苏富比目前还是几乎可以随心所欲的。要打破这个局面，除非成长中的中国拍卖公司（比如保利和嘉德），或是刚刚起步的在线拍卖平台能变得更有竞争力（虽然交易费用已经比较低了，但它们仍然需要进入真正意义上的国际市场）。

艺术品交易中有一项特别的税叫作转售权版税，即对在世或去世不足70年的艺术家作品征收的版税，在英国这个税率大概是4%，每件成交作品的封顶费用为12 500英镑（这也是一个按比例递减的标准）。相对于艺术品交易中的其他费用，这项2006年被引入英国的针对在世艺术家的版税就显得无足轻重了。在英国，此项版税是由设计和艺术家版权协会（Design and Artists Copyright Society，简称DACS）负责收取的。它的总裁吉兰·塔瓦德罗斯（Gilane Tawadros）曾经在新闻稿中说道：

> “转售权版税仅仅占英国艺术品交易额中很小的一部分。2010年2月贾科梅蒂（Alberto Giacometti）的《行走的人I》（*Walking Man I*）以5 800万英镑售出，苏富比从这一桩交易中就收取了800万英镑的买方佣金。与此同时，2010年英国整个艺术品交易中产生的转售权版税只有区区240万英镑。”[53]

尽管如此，转售权版税还是有很大争议的，因为它不是普遍适用的。它是欧盟的法律，适用于世界上最主要的艺术品交易中心伦敦，而在其他一些主要的艺术品市场，例如纽约和香港就没有相关法律。虽然没有明显证据显示转售权版税对交易产生了重大影响，但由此产

生的额外的文书工作，以及它收费的方式所造成的交易商和拍卖行之间的紧张情绪，显然都是不利于竞争的。英国艺术品市场联合会（The British Art Market Federation，代表了英国大概1万家艺术品交易机构）的主席安东尼·布朗（Anthony Browne）就强调说，一项没有在全世界普遍推行的税项肯定会造成同等水平竞争环境的缺失。[54]

而增值税在黄金交易中的实行，几乎是一个相反的状态。2000年1月1日之前，英国的黄金交易是按一个标准税率征税的。和它在欧盟的对手相比，英国在黄金投资市场处于下风。竞争完全是不公平的，因为有几个国家对黄金交易免收或收取极低的增值税。像转售权版税一样，一个统一的税收系统被引入了，但这次是对英国贸易有利的：在《英国税务海关总署（HM Revenue & Customs）监管条例》下，和其他诸如股票之类的投资产品一样，作为投资的黄金免征增值税。[55]

持有的代价

拥有一件艺术品最显而易见的风险，就是可能会产生其价值本身1%~ 5%的费用。[56]这种费用有不同种类，特别是对那些百万以上身价的艺术品，其中包括仓储、保险，还有维护甚至修复费用，那数字就更难估计了。

除去我们之前提到过的丰厚的交易费用，拍卖行在交易完成之后还能继续挣钱。举例来说，佳士得有一个下属的艺术品仓储服务公司（Christie’s Fine Art Storage Services，简称CFASS），在伦敦、纽约或新加坡这样的免税港都有可以存放艺术品的仓储设施。买家可以将艺术品存放在那里，但从拍卖结束起28天之后，佳士得就将收取每件每天至少5英镑的费用。你甚至可以选择使用由佳士得监管的

仓储单位，或者自己管理的仓储单位，后者显然要便宜得多。[57]作为和艺术品一样的有形资产，黄金的存储也是一笔额外费用。而且不像一件珍贵的艺术品，黄金鲜有拿来展示的机会。当然我们也非常遗憾地看到，因为税收上潜在的好处，许多艺术品甚至从来也没离开过免税港（参见第五章）。

所以，对那些从事黄金交易的人来说，为黄金提供收费合理的仓储服务不失为一个明智的选择。收费的高低取决于黄金的多少以及是否提供其他额外服务。举例来说，哈罗德公司的贵重物品保险柜服务瞄准了那些高端家庭客户，起价240英镑一年。和那些储存在专业金库里的金条自身高昂的价值相比，仓储费几乎少到不成比例（可能都不到1%）。在这个层面上，黄金交易可以不涉及实际的运输过程。这可省下了不少钱，要知道单单租用一辆装甲运钞车就至少要花费1 200英镑。[58]

黄金和艺术品的专业仓储都包括保险费用，如果是私人持有的价值1 000美元以上物品，就需要特殊风险保险。艺术品还牵涉到其他诸如增值税、出口税之类的税费，税费的高低取决于它是在哪个司法管辖区域售出的。这些费用在某些地区高得令人望而却步。比如在巴西，州税、进口税和联邦增值税加起来可以高达40%。而在某些艺术品市场流动性强并且较为国际化的国家，对艺术品的课税标准和其他商品大体一致，有时候甚至还优惠些。

制衡机制

我们可以通过很多途径购买黄金：购物中心印着“我们要买”标志的自动售货机、越来越多可靠的网站，还有主流投资银行的交易员

等。黄金具有一个基础价格这一特性使得它相对比较适合大众市场。甚至那些场外交易中的变量——黄金的成色、金条的大小（或重量）、存在的样式（是金块还是金币），都是可以测量的。

但是作为整体而言，黄金市场没有受到像股票市场那样有力的监管。好比在英国，虽然那些在黄金市场做市的大银行（包括那些参与设定黄金价格的）受到来自政府方面的英国金融服务管理局的监管，但整个黄金市场在相当程度上还是自我监管的。虽然像伦敦金银市场协会那样自发的行业协会制定的规则和协议也被严格地执行着，但在黄金市场的中间部分（即零售端），金融顾问们对此还是不太了解而且缺乏信任。

因为银行是黄金交易中最为重要的交易商（同时政府是最重要的持有者），目前的监管制度基本也就足够解决那些最重要的问题了。相反，在我们所能看到的范围内，艺术品市场几乎没有受到明显的监管（而且鉴于它目前被少数几个幸运者掌控着，也没人想要更多监管）。艺术品市场里的所谓“协议”，基本上就是一系列不成文的“行业指南”，很容易随着潮流的变化而改变。

即便只是为了储存财富，进入艺术品市场的另一块绊脚石就是这个市场缺乏透明度。艺术品交易需要的时间比较长（通常出售过程会长达几个月），而且价钱也不确定。艺术品交易不具备像黄金交易那样的安全性和流动性（甚至交易当天就能换成现金）。举例来说，纽约的对冲基金经理莱昂·布莱克（Leon Black）不太可能在买下2012年最重磅的拍品，一幅蒙克的画作5分钟之后，再以同样的价钱把它卖出去。但如果他买卖的是和这幅画等值的1.199亿美元的黄金，那就完全不是个问题。

当然莱昂·布莱克也可能在5分钟之后以一个更高的价格把它卖出去（因为谁也不知道艺术品市场上会发生什么事），但大家对这个可能性普遍不看好。也许有人会争辩说，另一个帮着一起把价钱推到创

世界纪录高点的竞标者（那个通过电话竞投的买家），就是这件艺术品能再次卖出高价的保证，然而事实上竞标者之间的较量并不能作为衡量艺术品价值的有效手段。也许另一位竞标者只是不由自主地被竞拍当时火热的气氛笼罩着而持续加价（拍卖本来就是围绕目标策划的，而且还精心地设计了戏剧性的场面），说不定最后因为被人打败还暗暗松了口气呢。

另外一种和这个艺术品市场不规范、不透明的运作手段一致的解释是，另一个竞标者有可能是个了解内幕的人，他不知怎么事先知道布莱克先生试图不计代价地得到这幅画作。如果这样的话，这个人其实是冒了极大风险的，因为他很有可能要付出一大笔钱，为他自己刚刚参与吹涨起来的价格买单（拍卖公司对这幅画的估价是一个很具有假设性的“高于8 000万美元”）。如果他是一个蒙克的交易商，或者已经拥有了蒙克的其他作品，他就得好好算算其中的风险了。尽管很多交易商在拍卖中会公开地哄抬自己藏品的竞价，而且也把操纵价格作为自己的任务，但余下的那些还是会请其他人代为参加竞投。这说明他们也知道有意抬高自己打理的艺术家的作品价格不是那么光彩的事。同时，故意压低价格的例子比较少见。

目前针对拍卖行的指责之一，就是他们声称要变得更加透明、更加民主，但他们确立的系统又使得某个人的竞价可能和别人的不一样。举例来说，近年来拍卖行在某些拍卖中引入了“第三方担保”的机制。实质上，这就是拍卖行找了外部的投资者（经常是一位交易商或是艺术品市场的其他圈内人士）来担保拍品可以在某个价位之上售出。这个投资人因此就有了其他竞标者没有的信息（很关键的信息，比如这件作品多少钱可以卖出去），这样他在拍卖时就可以很任意地出价，而且如果有人以比他高的价钱中标，他还能从中分一杯羹。这样的拍品在拍卖图录上会有一个“第三方担保”的标记（很小），仅此而已。[59]这就是我们从所谓看得到的市场上能得到的所有信息了。

当市场上出现像蒙克作品那样让人一目了然的拍品（即非第三方担保品），即使所有竞价都是在明面上公开进行的，任何想购买艺术品的人，在各个价格水平上，都不能指望这会是一个力量均等的竞技场。这是个充斥着不对称信息的市场，交易的一方比另一方知道更多消息。这种状况虽然受到了爆炸性信息增长和公众意识提高的挑战，但市场中那些最强大的参与者为了自己的利益还是希望能保持一定的不透明性。这大概就是艺术品市场对有助于增加其透明度的机会反应迟钝的原因。

结论

究竟是什么历史原因使得黄金交易和其他更为规范化的金融产品分道扬镳的呢？原因是黄金的价值不在于它本身，而在于它抵抗不确定性因素的能力。这就是为什么即便那些对投资黄金持怀疑态度的人，也能接受把它作为一种资产抵充工具。

在最近这种充满不确定性的经济环境中，人们渐渐开始用同样的口气谈论艺术品，把艺术品作为一种“硬通货”或是“价值储存模式”，和黄金固有的特性相提并论。这种论调鼓励了接下来若干年遮遮掩掩的投机交易。这样理解艺术品从很多角度来看都是聪明的。人们投资艺术品主要不是期望它升值，更多的是作为一种困难时期的保障（当然希望挂在墙上也好看）。然而，艺术品市场的低流动性、不透明性、数量和质量不定的供给，以及其中的信息不对称，都削弱了艺术品作为资产的安全性。当然这在很大程度上是以单件艺术品独特的质量为基础的，定价和估值的范围差距都很大，也为人为操控提供了更大的空间。虽然相比公开的证券市场，黄金的定价更主观，对它的市场监管也较弱，但它还是比艺术品安全；而且就算从外部的物理

特性来说，黄金也比艺术品安全。基于其市场规模，黄金事实上可以作为一种流动性很高的商品来交易，它几乎没什么实际功用的属性就被忽略不计了。

作为一种资产，艺术品和黄金的相似之处更多的在于批评者对后者的诟病——局限于装饰和社交功能而没有什么实际的价值。



第四章 艺术品和葡萄酒



建立一个连贯的市场

在本书讨论的所有资产中，葡萄酒和艺术品看上去在最初就是关系最密切的。苏富比和佳士得都建立了它们自己的葡萄酒部门（还有地产部门和奢侈品部门），而它们的买家都对生活中的美好事物有偏好，于是两者之间就产生了交集。不像公司或地产，艺术品和葡萄酒

本身都不能产生收入。但同时它们也不像游艇或非古董汽车之类的奢侈消费品，因为作为一种另类投资，它们可能会升值。

葡萄酒的市场比艺术品更大，虽然其价格从一瓶2美元到2万美元不等，但基本止于5位数（而不是7位数）的水平。消费型葡萄酒市场的主体掌握在小型经销商、大众市场零售商和超市手中，而不是高端商户或拍卖行。在英国，每4瓶葡萄酒就有1瓶是通过乐购（Tesco）卖出去的，但超市的目标并不是投资市场。由此可以看出艺术品和葡萄酒之间最重要的不同点：通常说来，在各个价格水平，葡萄酒都是买来喝的，最后总会被消费掉。全世界超过90%的葡萄酒买家买了酒，都不是准备收藏、欣赏并传给下一代的。针对这个大众市场的葡萄酒制造商同样也没想过酒酿出来要藏好多年，甚至一代人的时间。

可用于投资的葡萄酒被称为投资级别葡萄酒（Investment Grade Wine，简称IGW），它们占了市场剩余的10%。一般来说随着熟化年限增加，它们的品质会越来越好（在几十年里）。其中占主导地位的是来自法国波尔多地区的产品。高端葡萄酒的平均价格在125美元左右，差不多是零售行业均价的20倍。这个市场基本上是一个二级交易市场，尽管偶尔也会有没有正式上市的葡萄酒（被称为期酒）在此交易，让人们可以通过比较复杂的金融工具来赌一把未来葡萄酒的价格。虽然对那些酒庄来说这是个大买卖，但不是葡萄酒的主要市场。

与艺术品相比，葡萄酒更像是一种日用品，这就是为什么IGW市场会发展成一个有信誉而且可以评估的资产类别。就像乔·罗斯曼说的，“一瓶2000年的拉菲（Château Lafite）和另一瓶2000年的拉菲大体上是相同的”。[60]每年拉菲·罗斯柴尔德酒庄（Château Lafite Rothschild）的产量大约有两万箱，在二手市场上的价格在每瓶11 000美元。也就是说，单单这一个酒庄，每年就能产生差不多2.2亿美元的成交额。

即使是高端葡萄酒，投资的最后阶段也还是为了消费。最终把酒喝掉这件事对市场会产生重要影响，因为每喝掉一瓶，这种酒的市场供给就少了一瓶。这对价格变动是有直接影响的。葡萄酒经销商大卫·索科林（David Sokolin）曾经写到，“现有的高端葡萄酒存量每日持续下降。大家可以设想一下，如果毕加索或是那些荷兰大师们的作品不断地从市场上消失，它们得多值多少钱啊”。[61]艺术品的供给是受到控制的，但很少会消失。

这说明，得到评论家或其他引领风潮的人士好评的葡萄酒，它的价格几乎可以肯定是会渐渐走高的。但对艺术品就没有这种保证，即使是一幅毕加索或是某位荷兰大师的作品也不例外，虽然市场上精品数量的减少抬高了出现在市场上的画作的价格。在英国，葡萄酒还有一项艺术品没有的税收优惠。前者被当作一种消耗性资产，因为使用寿命在50年以下，所以不收资本利得税和所得税。

然而，即使一瓶葡萄酒被喝掉了，和它基本一样的酒也会在市场上存在一段时间（由于二手市场的存在，差不多是一代人的时间）。高端的艺术品就完全不一样了。没有对等物、无可替代、不能大量生产，这些大概都是造成即使是入门级艺术品价格也较高的原因。一个像柏图斯（Pétrus）那样的小酒庄，一年可以生产3 000箱一模一样的葡萄酒，而一个进度比较慢的艺术家，一年可能只出一件作品。

进一步说，虽然某一种特定葡萄酒的供给在减少，而且每年的产量是有限的，但一块有着良好产出和声誉的土地，理论上能永远产出高端的葡萄酒。葡萄酒行业是建立在商品化的农产品基础之上的。当然，这里面牵涉到一些对葡萄园的管理工作，而且葡萄的收成依赖于天气和其他外界情况，有好的和不好的年景，但土地的自然优越性几乎可以说是永无止境的，这一特点非常了不起。当被问到酿制葡萄酒是否能盈利时，菲莉嫔·德·罗斯柴尔德女男爵（Philippine de Rothschild）曾对到访她家酒庄的客人说过一段著名的话，“只有最

初的200年比较艰难，但大多数IGW出自大约250家生产历史悠久的酒商（并且集中在一个国家的一小块区域）”。波尔多地区五大特级酒庄（Premier Crus，该地区葡萄酒分类中的最高级别）中的4家，拉图酒庄（Château Latour）、拉菲·罗斯柴尔德酒庄（Château Lafite Rothschild）、玛歌酒庄（Château Margaux）、侯伯王酒庄（Château Haut-Brion）都是在1855年前后建立的。另外一家木桐酒庄（Mouton Rothschild）是1973年建立的。相反的，艺术家的才华则会随着他们的去世而消失，即使在他们生前这才华也会起起落落。

描绘一个二级市场

基于其更接近商品化生产的特性，高端葡萄酒行业才能较快地把二级市场从一个神秘不透明的俱乐部变成一个透明公开的集会场所。2011年在中国香港的一个行业会议中，伦敦国际葡萄酒交易所的联合创始人兼总裁麦杰思（James Miles）做了一个报告，其中着重指出：

“仅仅10年以前，查找价格还是件很费时间的事，而且得不到理想的结果。想准确估计价格唯一的途径就是翻查图录、不停打电话和发传真。而且这还是业内人士才能做到的，顾客和收藏家根本没办法做到。现实中只有为数不多的几个经销商才知道发生了什么。”[62]

和自18世纪中期就开始第一次拍卖（参见第二章）的艺术品市场比起来，葡萄酒市场还非常年轻。直到1993年才取得了纽约的拍卖资格，而且当时葡萄酒经销商都很担心拍卖行会抢走他们的市场份额。但经销商们都明白这种转变对行业内每个人可能都有好处，所以他们并没有去打击拍卖行的活动，也没有和他们激烈竞争。

结果并没有什么破坏性。今天，虽然有上升，但拍卖行只占了葡萄酒市场10%的份额。而且对拍卖行来说，葡萄酒行业并不是一个很大的市场。从苏富比每月公布的分类数据来看，2012年葡萄酒的成交额在美国占其总收入不到1%，在英国这一数据是1.5%，而在亚洲是3.5%。

葡萄酒市场的巨大变化是由Liv-ex一手促成的。Liv-ex由葡萄酒经销商、葡萄酒基金（这个在下文还会详细说明）、投资人共同支持和使用，并提供实时的葡萄酒价格信息。为了更准确地识别一瓶酒，它还开发出了L-WIN，一个包含7位数字的通用葡萄酒编码系统。在Liv-ex交易的佳酿100指数（也称为Liv-ex100），和道琼斯工业指数、标准普尔500指数、英国富时100指数一起，被列在彭博的金融信息服务系统中。Liv-ex的400家成员公司代理了全球80%高端葡萄酒的交易，它不但是一家交易所，同时也提供数据服务，这来自它每个月从拍卖和其他行业活动中收集的超过15万个价格数据。与此相比，梅摩艺术品指数，每年只能向它的数据库中增加3 000个左右的配对销售数据，还不到当年拍卖成交量的1%。

通过整合不同层面的相关数据（价格、销售量、销售时间等），并且说服它的成员公司这符合每个人的利益，Liv-ex不需要透露敏感的商业信息（比如交易双方的身份），就建立起了市场的价格基准。Liv-ex迄今为止保持着一个比白纸还清白的独立的形象（它自己是不上市交易的），在一个相当不规范的环境中建立了一套行业标准，有点像黄金市场中的同业公会。它的会员交易商们通过交易所能得到10%左右的生意机会，同时也非常乐意把其他在场外完成的交易信息反馈回来，以便完善整个行业的数据库。这样他们以后也可以更好地利用这些数据。Liv-ex的总裁贾斯廷·吉布斯（Justin Gibbs）是这么看这个问题的，“用自己500万或5 000万交易中的信息，来交换成交额10亿的交易中的信息，当然是明智的”。[63]

Liv-ex的数据被认为是权威性的，因此，一个专业的葡萄酒交易商不太可能持续以高于Liv-ex中间价位若干个百分点的价格卖出他的酒。[64]虽然还是比不上更为复杂精密的证券市场，用多产的葡萄酒投资作者约翰·斯汀费格（John Stimpfig）的话来说，Liv-ex不算完美，但已经是现有最好的信息来源了。[65]

发生在高端葡萄酒领域的交易有个特点，交易品种少但交易量大。这就使得建立透明的价格系统变得比较容易。根据2011年Liv-ex的调查，在一个典型的葡萄酒基金里，8种酒就能占到其投资组合80%以上的价值[5个波尔多特级酒庄的酒，再加上3个也是来自波尔多酒庄的出品，柏图斯酒庄、白马酒庄（Châeau Cheval Blanc）、欧颂酒庄（Château Ausone）]。2010年五大波尔多特级酒庄的酒占了Liv-ex成交量的52%。这是一个小众的，但很有深度的市场。[66]

均衡的价格挤掉了很大一部分潜在的利润空间（Liv-ex的佣金仅有1%），但是对于像葡萄酒这种更为商品化的行业，越来越快速而且全球化的信息流动也是不可避免的。进一步说，想要在葡萄酒行业取得成功，只要酿出酒并且卖了能盈利就行，并不一定非得酿出一款了不起的好酒。只要定价足够合理，这些酒在全球市场就应该能（而且确实能）卖到至少这个价钱，整个行业就能继续蓬勃发展。

有人认为艺术品市场也能以相同的方式转型。照他们的话说，“再过10年，你就能像高盛（Goldman Sachs）买卖股票那样买卖艺术品了”。2010年迈阿密的一次会议上，身为纽约艺术品经销商同时也是收藏家的亚瑟·艾德曼（Asher Edelman）说，“拍卖行会变得像证券交易所那样，透明度和流动性也会变成常态而非例外”（此人曾是融资收购界的传奇人物，详情可参考第六章）。[67]他的梦想几年后似乎也没有变成现实。试图把艺术品映射到证券交易所中的不成功的尝试，让那些想把这种特别的产品商品化的人一次次碰了壁。

二级市场上敏锐的眼光和嗅觉

针对可投资性葡萄酒需要有一个特别的本领，那就是对葡萄酒鉴赏知识的了解。某些具体的年份（vintages）、某些品种的葡萄，还有个别生产商会受到高度赞赏。乐购英国兼集团葡萄酒部门的总监丹亚戈（Dan Jago）在2013年的一次广播访谈中说，“葡萄酒鉴赏是牵涉智力活动的，就像读书和听音乐一样”。[68]

这种智力上的启发需要具备相当丰富的经验，让高端葡萄酒的品尝者具有良好的嗅觉和精致的品位，去辨别什么是好而什么是优秀，去推断一种葡萄酒是否发酵成熟，以及成熟到了什么程度。这种专业技能和经验的结合，很像二级艺术品市场经销商表现出来的集知识和敏锐眼光为一体的特质，特别是在古典大师绘画作品这一细分市场。

和印象主义（从大概1870年到莫奈去世的1926年）、现代派（涵盖了后印象主义时期到1950年）、战后和当代艺术（从1950年至今）相比，古典大师绘画跨越了一个很长的时间段。一个典型的高端古典大师绘画拍卖专场一般包括从13世纪到19世纪中期的作品。这跟市场供给有很大的关系，因为和其他类别相比，现存并进入市场的古典大师绘画少之又少，而且很多都随着时间的流逝湮没了。渐渐地，这个供给问题越来越严重。现在因为印象派的作品越来越难找，许多超现实主义作品被用来填补拍卖图录中印象派和现代艺术的空缺。

相比其他主流艺术市场，理解古典大师绘画牵涉到更多的学术知识、研究工作、科学假设，以及相对于主流市场而言更丰富的市场常识（虽然主流市场的学术支持也很有限，诸如当代艺术品这类市场，但是挑战更为严峻）。丰富的经验支撑着敏锐的眼光，同时也为研究市场提供了专业技能。举例来说，不是所有作品都标注有完成日期，而日期是衡量单件作品在艺术家创作生涯中重要性的关键指标（换句

话说，是艺术品价值的决定因素）。如果具备对艺术家其他作品的知识，及对他创作风格演进过程的了解，那判定作品的完成日期也就容易得多了。作品的保存状态在市场上也是至关重要的：一幅画是否曾经遭到过损坏，或接受过修复？如果有过修复，那么修复的效果是否理想（是否由被认可的工匠经手，是否使用了正确的材料，并保持了作品原有的风范）？重申一下，作品的保存状态是决定古典大师绘画价值的关键因素，而对这个问题的判断需要长期的学习和研究。

此外，在这个行业中资深的艺术品经纪人，也会知道一件特定作品是否有市场价值。因为艺术品大多都很独特，而这个市场又很小，一个经纪人很快就能确认一件作品是出现在市场上好一阵了都没能吸引到买主，还是刚刚被转手过（以及是以什么价钱售出的）。这就是为什么古典大师绘画拍卖场中最主要的买家还是艺术品经销商，而私人藏家在更晚期的作品交易中占了日益重要的（有时是压倒性的）比例。

在古典大师绘画这个领域，我们会看到那些主要的艺术品经销商和拍卖公司的专家，在某个专题上具有很高的学术水准，就一点也不奇怪了。涉及的艺术品越新，需要的专业知识就越少。当代艺术理论虽然很复杂，而且深入到了哲学层面，但它不那么死板，没有太多条条框框的限制。显然，在世的艺术家在艺术史上扮演的角色目前还不好说，还是把学术著作留给更古老艺术的研究吧。总的来说，一个考陶尔德艺术研究所（Courtauld Institute of Art，隶属于伦敦大学）的艺术史学位，或者像纽约大学、耶鲁大学、哥伦比亚大学这些美国名校提供的艺术史或美术相关课程，就是艺术界给予的正式认可（虽然教授艺术史的方式带来了一场持续的争论）。

葡萄酒世界里有一个特别的资质，以满足行业里对分级的要求。想要成为最高级别的专家，你必须从葡萄酒大师协会（Institute of Masters of Wine，简称IMW）取得葡萄酒大师的资格。不像考陶尔德

艺术研究所每年招收50名本科生（还有300名研究生），现在全世界范围内也只有300名葡萄酒大师。葡萄酒大师这个资质是从1953年开始有的，只授予被认为有足够资格的候选人。他们至少要花两年时间，参加4次理论考试（书面），上交1篇论文，通过3次（每次12种）葡萄酒盲测，整个过程没有太多主观性。IMW的课程介绍手册中举了个例子来说明这些注重实务的测试中所需要的知识水平。

> 第三部分——起泡酒、甜酒和强化葡萄酒
>
> 4到6号葡萄酒产自不同的国家。对每一种酒，请：
>
> a. 计算每升酒残余糖分的含量。
>
> b. 计算酒精含量。
>
> c. 对葡萄孢菌（一种对葡萄酒质地和颜色产生影响的泡沫感染）感染水平、总体平衡度和质量做出评价。
>
> d. 识别出尽可能接近的产地。
>
> 本次测试中使用的葡萄酒是2009年的Cordon Cut，Mount Horrocks，Clare Valley，Australia；2004年的Tokaji Aszú 6 Puttonyos，Dobogó，Tokaj，Hungary；2005年的Pinot Gris，Selection des Grains Nobles，“Heimbourg”，Domaine Zind Humbrecht，Alsace，France。[69]

根据葡萄酒大师协会提供的数据，2012年有98个人参加了IMW最后一轮考试，而最终只有8个人成为新的葡萄酒大师。这样一个严格的资质认证给了那些成功的候选人强大的话语权。虽然口味是件很主观的事，但由于葡萄酒酿造中涉及的生物学和化学原理，还是有可能给出一个“正确”答案的。葡萄酒大师施慧娜（Serena Sutcliffe）从1991年开始掌管苏富比的葡萄酒部门，她曾经说过，“品酒对消费者

来说是主观的，而对专业人士来说就有客观的目的了”。[70]但这一条很难适用于艺术品。

从某个方面讲，这也赋予了那些在古典大师绘画领域有着良好声誉的艺术品经销商更重要的地位。当大量作品、艺术家和相关信息堆积如山的时候，他们对此的深刻认识和丰富经验能为潜在的买家们指引方向。很不幸地，这同时也为那些不诚实的人留下了更大的利润空间，或者至少能提供更富“创造性”的意见。就算不是这样（而且这种情形占多数），对葡萄酒和艺术品买家来说，和自己的经销商或经纪人搞好关系也是很重要的。因为买家不仅希望受益于他们的专业知识，也希望他们保证留下最好的酒或作品。

2012年香港顶尖葡萄酒藏家汤格致（George Tong）在接受杂志访谈时提到买家首选的经销商这个话题。汤先生是皇后洋行有限公司管理层的资深成员，他特别提到了他的经销商，艾蜜醍酒业（Armit Wines）的理查·苏顿（Richard Sutton），“他会确保我得到我喜欢的酒。对于一个认真的藏家，这一点绝对是关键……上个月他带给我一瓶大瓶装的安妮-克劳德·勒芙来福（Anne-Claude Leflaive）酿造的勃艮第蒙哈榭特级白葡萄酒（Le Montrachet）。看起来艾蜜醍一共只得到了6瓶，并分给了他们最重要的6个客户。很幸运我是其中的一个。”[71]

不管艾蜜醍是不是真的只得到了6瓶（所有行业中的经销商都需要玩儿点魅力攻势），这中间的权力平衡还是很有意思的。因为有了客户的钱才能在行业中立足，经销商成功地让自己，而不仅是自己代理的产品成为客户追求的目标（事实上是他自己创造了这种需求）。艺术品经销商也在做同样的事情。在古典大师绘画市场很少有作品在市面上流转，一个聪明而且交友广泛的中间商就能找到一件重要的作品并送到他认为合适的买家面前。如果买家是一所博物馆（虽然他们买下的作品价格多半已经高过市场最高水平），那中间商在做交易的同

时还被认为替国家争得了利益（当然也是为了他自己的生意）。在行业内部，这对他和他的专业领域都是一种额外的认可。

在一级市场引领风范的人

葡萄酒和艺术品拍卖市场主要的一个不同点，就是在IGW这个层面，陈年的好酒仍然是战利品类型的资产。这主要是因为陈酿的酒口感更好，很明显的是，这种真实的口感比视觉品味更容易衡量。

那些所谓“新世界”（包括美国加州、阿根廷、智利和澳大利亚）的产品对原有市场构成了威胁。它们中的精品，已经以良好的口感和较低的价格（6~25美元）赢得了葡萄酒界精英人士的偏爱。但总体来说，它们不宜长期储存[当然也有些值得注意的例外，特别是加州的一些酒厂，还有澳大利亚奔富酒庄（Penfolds）稀有的2008年Bin 620葡萄酒，每瓶要卖到1 000美元]。自从它们20世纪90年代进入大众市场，就给了那些自鸣得意的法国酒商一个很好的理由升级自己的市场营销活动（想想那场“每天都喝波尔多”的广告战吧）。不过在可投资性葡萄酒领域，还是那些久经考验的旧世界酒更为流行。

与之相反的是艺术品市场。自从21世纪初当代艺术进入爆发期之后，那些更早期艺术品经销商的日子就开始不太好过了。对当代艺术的狂热只是被风险较小的现代艺术（20世纪50年代到80年代，算不上老）中和了一下。几百年以前大师的精品供应量有限，但价格还是比不上那些在世而且仍然在继续创作的艺术家作品，从中让人明显体会到一种深深的挫败感。像在伦敦和纽约举办的弗里兹（Frieze）艺博会，在巴塞尔、迈阿密和香港举办的巴塞尔艺博会这样时髦的展会，帮助推动了现当代艺术品在年轻富裕阶层中走红。

高端葡萄酒和古典大师绘画在历史上一直都不算时髦。它们倾向于吸引稳重，也许是较老派、思维较缜密的人，所以相应地，提供了一个更为深思熟虑的购买体验。但因为高端葡萄酒的价格点相对较低，它成功地刺激了三四十岁这个年龄段的富裕人士的需求（施慧娜说，事实上葡萄酒买家变得越来越年轻，而且他们和时髦的当代艺术品市场的消费人群具有相似的特征）。像伦敦的弗里兹大师展这样新兴的活动试图为那些更早期的艺术品吸引年轻阶层的财富，但似乎进展缓慢。

有些备受欢迎的酒庄（大多在波尔多）也提供期酒，就是没正式上市的葡萄酒（离葡萄酒装瓶和发运大约还有两年）的交易市场。那些酒在口味和价格上达到顶峰大概需要20年，卖期酒让酒庄提前得到了收入，同时也让葡萄酒经销商和买家有机会在它进入酿造期后的那个春天，以最低的价钱为这瓶酒的前景赌一把。当代艺术品市场差不多也是这样，在一位艺术家还没成名的早期就能慧眼识英雄是很有成就感的（也是很能盈利的）。但是，葡萄酒的特质，以及围绕着这个市场的整个系统使之成为一个更切实可行的市场。

葡萄酒的分级方法对投资具有很重要的意义。投资者都不喜欢缺乏透明度的市场，模糊的界限通常都不会带来明智的投资。当然也有潜力股，也有一系列风险从低到高的投资选择，但那都是有上限的。市场喜欢那些有内在架构的东西。在受到以罗伯特·帕克（Robert Parker）为首的一些评论家强势影响的期酒买卖里，这一点特别明显。

1978年帕克在美国创办了一本不接受广告的独立的葡萄酒杂志《巴尔的摩-华盛顿葡萄酒倡导家》（*Baltimore-Washington Wine Advocate*）。在一个相对年轻的市场，那时候还几乎没有真正意义上的葡萄酒评论。这本双月刊次年改名为《葡萄酒倡导家》（*Wine Advocate*），目前在线发行，据它自己说有5万名订阅用户。

帕克最重要的贡献是为那些初次购买葡萄酒的订阅用户提供了一个50~100分的葡萄酒评分系统。他把葡萄酒行业内本来就有的严密的分级制度（对顶级波尔多的详细描述最早出现在1855年）转化成了一个有力的引领潮流的系统。帕克的评分系统是由一些数据组成的，比如葡萄种植者、酿酒厂、该地区普遍的好年份，以及他对每种葡萄酒“应该有的最好表现”的评价。[72]他的评分系统被人们热切地接受了，而且那些评分造成了重大的影响。葡萄酒商贝瑞兄弟与洛德（Berry Bros & Rudd，简称BBR）的高端葡萄酒采购总监马克斯·拉朗德尔（Max Lalondrelle）说，“没有人能像帕克那样卖酒。如果他转变立场说2012年是他碰到过最差的年份，那一年的酒就没人买了。但如果他说是最好的，那人人都会去买。”[73]所有IGW的评分都高过90，但那些卖得最贵的必须得达到100分。索科林说，这些数字提供了一个超越币种、语言和口味的评判标准，让香港的买家和纽约的卖家能用对等的术语有效率地完成交易。[74]简单地说，他为全球年轻的葡萄酒市场建立起了流动性，这个势头也在向IGW市场渗透。

虽然特级酒庄酿造的酒在销售上足够强势可以免受帕克的影响，但其他略微低一档的葡萄酒对他就有很高的依赖性了。现在几乎很少有品级的酒庄，或特级酒庄（在波尔多这是酒庄分类中的高级别）在得到帕克的评级前会向市场发售他们的产品。英国谢菲尔德大学（University of Sheffied）政治分析教授柯林海（Colin Hay）采集了梅铎（Médoc）品级酒庄和圣埃美隆（St-Émilion）一级酒庄产品的价格，在此基础上建立的模型显示，帕克评级中高于90分的每一分，对梅铎意味着每箱（12瓶装）可以额外多卖出120英镑，而对圣埃美隆这个数字则是201英镑。[75]

一个来自上一代人的巨大影响力，显然也会伴随着争议。索科林写道：

“帕克的评级方法很快被市场接受而且成了葡萄酒评论的新标杆，这给欧洲的酿酒厂造成了恐慌。特别是那些法国波尔多的酒厂，他们不习惯那个美国中部的小人物在他的评级方法中使用如此原始的区分方法和简单的事实。帕克的革命性但同时也简单易行的评级方法解决了购买葡萄酒时的不确定性。”[76]

法国人后来还是接受了这个美国中部人，并在1993年授予他国家荣誉勋位，在1999年授予他法国荣誉军团骑士勋章，2005年又升级为法国荣誉军团军官勋章。

还有一些其他有影响力的葡萄酒评论家（都是为美国出版物供稿）：史蒂芬·坦哲（Stephen Tanzer），出版了《国际葡萄酒酒窖》期刊（*International Wine Cellar*），而且把整个行业带离了帕克那种辞藻华丽的描述风格；艾伦·米多斯（Allen Meadows），勃艮第专家，每季度在线出版Burghound.com；《葡萄酒观察家》杂志（*Wine Spectator*），也采用50~100分的评分制度；《醇鉴》（*Decanter*）杂志也很有影响力。

虽然采用分级制度，葡萄酒业界也意识到了口味在某种程度上还是相当主观的。索科林说，“批改天文学试卷的时候是没有可供讨论的具体标准的，月亮就是月亮。但葡萄酒从来都不是它们看上去的那样……当一个评论者尝出李子香味的时候，另一个可能觉得是奶油布丁的味儿。一个人觉得是令人愉悦的1993年出产，另一个人却肯定是1999年的杰作……”。[77]由乔纳森·诺西特（Jonathan Nossiter）创作并执导的纪录片《美酒家族》（*Mondovino*）被提名2004年戛纳电影节的金棕榈奖，片中指责帕克和他概括性的表达方式造成了全球葡萄酒均质化的特性，从而伤害了那些小酒庄的独特性。

近年来类似的指责也瞄准了那些艺术品交易巨头（其中有些常常出现在大牌的艺博会上）和主要几间拍卖行，说他们为一小群人数有

限的艺术家创立了一个持久的市场，而且如今已经在全世界兜售。这两者主要的区别在于，帕克和他那帮人是独立的评论家，而且正因为其独立性而被大众接受。他们也许有太多影响力，而且他们的品位只支持一个已经很窄的市场（事实上1855年以来很少发生变化），但他们不会从他们评论的葡萄酒上直接得益。艺术品经销商和拍卖行就不一样了，通过选择供给来满足需求，他们可以直接从自己为特定艺术家创造的市场上获利。这就像柏图斯和玛歌一类酒庄，为它们自己出的酒提供公开的参照标准。

当然才华横溢的艺术评论家和出版物也有很大的影响力，比如建议大家去或不去看某些展览：周五《纽约时报》上的一篇评论文章让一个艺术品经销商在他纽约狭窄的展厅一个周末就接待了逾800名来访者，而在此之前那里几乎没有吸引到什么人注意。不过今天艺术评论已经不被重视了。2005年，巴塞尔艺博会特许权总监马克·斯皮格勒（Marc Spiegler）引述他的前任萨缪尔·凯勒（Samuel Keller）的话说，“当年我刚进入艺术界的时候，著名的艺术评论家头上笼罩着权力的光环……他们现在更像哲学家，虽然受到尊重，但不像收藏家、经销商或博物馆馆长那么有势力。没有人害怕评论家了，这对这个职业是一个危险的信号”。[78]其中的原因我们还不太清楚（虽然其中一个因素可能是画廊、拍卖行甚至艺术家本人用来描述艺术的语言越来越扭曲）。艺术显而易见已经离开了大众领域，艺术评论家们也在使用越来越令人费解的语言。

博物馆越来越多地和艺术圈的引领风尚者合作，使得界限更加模糊了。因为想要努力挣钱，博物馆越来越依赖商业体系的帮助来举办展览。2012年泰特现代艺术馆（Tate Modern）举办的轰动一时的达明·赫斯特回顾展，就是由卡塔尔博物馆资助的。卡塔尔博物馆是由一个收藏了大量达明·赫斯特作品的酋长掌管的。同年，牛津现代艺术馆（Modern Art Oxford）举办的珍妮·萨维尔（Jenny Saville）特展也是由代理她的画廊高古轩赞助的。一场在博物馆举办的展览通常

能帮助抬高艺术家的身价，不过也很难说哪件事情发生在先。2013年在洛杉矶当代艺术馆（MOCA）举行的一次盛会上，有一个娱乐节目就是由一位演员扮演当时的馆长杰弗里·得切（Jeffrey Deitch），他因为商业化的活动策划招致众多批评。在被《洛杉矶时报》形容为“让人不安”的发言中，这个演员说道，“我非常感谢今天盛会的赞助者拉里·高古轩，他慷慨地支持了一场MOCA的盛会来颂扬他代理的一位艺术家”。[79]

对于一个倾向于分类但又缺少统一标准的世界，很不幸的结果之一，就是价格日益成为衡量艺术品质量的标准。一位艺术家之所以很棒，是因为他的作品卖得很贵。这一点在新近开始热衷于购买艺术品的国家，比如中东和亚洲，尤为明显，那里的教育和批评机构，还有博物馆才刚开始和市场接轨。价格作为一种营销手段也冲击了葡萄酒市场。葡萄酒业咨询师苏·兰斯塔芙（Sue Langstaff）说，“一瓶500美元的酒和一瓶30美元的酒之间的差别就是大肆宣传”。[80]但在葡萄酒市场，有发言权的人比较多，而且可变因素比较少。至少帕克在行业范围内把品酒的手段标准化了。而因为没有被标准化，看待艺术品的眼光永远是争论的热点（而且构成了一个重要而持续的学术性对话）。

会有风险吗

罗斯曼对白银、葡萄酒、艺术品、黄金截至2011年的10年期波动率（风险）和复合回报率做了个评估。评估结果显示，高端葡萄酒和黄金的回报率差不多（15%），但波动率在包括伦敦富时100指数的所有资产中最低（低于10%，而伦敦富时100指数和黄金是15%）。艺术品

的回报率低（7%~8%）而波动率较高（超过20%），所以无论从哪方面看艺术品都不能算是有吸引力的投资。[81]

不过葡萄酒的风险也是实际存在的。葡萄是农产品，所以一季的极端情况就能毁了整年的收成。气候变化对现有的葡萄种植者来说是很严重的威胁。其他对葡萄酒酿造和运送过程的威胁，某种程度上都能用技术手段缓解。温度调节或供应链的短暂停顿都不难对付。当然有时候也有例外（参见下文关于“螺旋式瓶盖”的辩论），但这些情况都提醒我们，葡萄酒生产是流水线产业，而艺术品不是。虽然也有些艺术家用类似工厂生产的方式创作（达明·赫斯特和村上隆是两个典型的例子），这怎么说都不是行业常态。技术手段不能真正降低艺术品生产的成本（相反，现在有些野心勃勃的创作者还试图用更加昂贵特殊的材料，或超大的尺寸来提高作品的成本）。

在葡萄酒市场，产品的真伪和产地是两个可能存在的巨大风险。一瓶在网上买的酒，或是一瓶从不受监管的供应商那里买的酒（葡萄酒也是一个相对缺乏监督的行业），很可能没有被妥善储藏，或者在运送过程中已经损坏了。但在葡萄酒市场，伪造酒的产地才是这方面最大的问题。记者兼作家玛丽·罗奇（Mary Roach）写道，“追求身份认同的中国新贵阶层在假冒的波尔多葡萄酒上可是花了不少钱”。[82]艺术品行业也存在这个问题，但印一个假的标签贴在一瓶便宜的酒上显然更容易，特别是考虑到许多试验表明，大部分人根本尝不出两者的差别。这种造假还能发展到一个新高度。2012年美国联邦调查局（FBI）拘捕了一个涉及庞氏骗局的男子并缴获了价值130万美元的假冒高端勃艮第葡萄酒。由于产品可辨识度差，勃艮第地区曾经被帕克描述为一个危险的“地雷阵”。[83]

葡萄酒和艺术品估价共有的一个风险，就是情感导致的怪癖。尽管葡萄酒是流水线生产的，但品味还是当中重要的一环（时装行业也是这样）。举例来说，从前那种冗长而慢节奏的晚餐之后大家习惯喝

波特酒，但随着生活方式的改变，现在波特酒的消费量比以前少多了。这种怪癖对葡萄酒的外观和质感也有影响。在2013年的一次电台访问中，乐购的丹亚戈特别提到了软木塞和螺旋式瓶盖的区别。丹亚戈指出，螺旋式瓶盖能消除天然软木塞带来的一系列问题（可能使葡萄酒变质、采购价格更贵等），而且对于那些注定会很快喝掉的酒的味道似乎没有任何影响。虽然螺旋式瓶盖在英国大量使用（超过75%的瓶装酒），在法国却很少，而在中国基本没有——那里的消费者，像丹亚戈说的，“会为葡萄酒的历史仪式感埋单”。[84]类似的革新在其他行业应该会受到欢迎，让我们设想一下，一个汽车制造商怎么会放弃能降低成本或简化生产流程的方法呢？但浪漫色彩和情感因素就会在葡萄酒这个行业里挡道。坚持使用玻璃瓶也是葡萄酒消费人群的一个寄托，虽然空瓶子差不多有一公斤重。但这些例子和支持艺术品估值的那些怪癖比起来就完全黯然失色了（比如它以前物主的先后次序、它出现在市场上的时间长短，更别提那些与占有欲、满足感和从众心理有关的种种情绪）。

同时，葡萄酒和艺术品还带来了其他有关生活方式的陷阱，而且可以说艺术品在不单纯是消费的时候是最有意思的（比如去艺术展或者和艺术家共进晚餐）。而葡萄酒的消费同时也有社交功能，所以很多时候也会和其他乐趣联系在一起。佳士得在中国大陆的第一次商业性葡萄酒拍卖包括6瓶大瓶装、12瓶标准容量装的拉图酒庄酒，外加拉图酒庄私人品酒之旅4人行。[85]这批酒拍卖前的估价是3.5万~5万美元，最后成交价不包括佣金是60 406美元。顺便说一句，酒庄的主人正是佳士得的老板弗朗索瓦·皮诺。

这也许就是迄今为止葡萄酒基金表现不理想背后的原因。虽然葡萄酒看上去比艺术品更适合投资，但那些计划中失败的比例高得不合情理。在略低端一些的葡萄酒市场，据英国广播公司（BBC）估计，在2008~2012年至少有50家英国葡萄酒投资公司倒闭。[86]

就像艺术品基金（更多内容参见第六章“艺术品和私募股权基金”），更大范围内的经济下滑对葡萄酒基金的表现显然不会有帮助。看到价格停滞不前，那些投资人不但会变得更谨小慎微，而且想把钱拿回来。伦敦三大葡萄酒基金之一的顶级葡萄酒基金（Vintage Wine Fund）在2008年最高峰的时候资产估值高达1.1亿英镑，但在2013年的时候因为一系列被迫出售和赎回受到重创。高级葡萄酒基金（Nobles Crus）2012年增长到1.09亿欧元，但其后因为受到了据称是诽谤性的负面新闻报道而遭受损失。当基金被卢森堡金融监管局暂时停牌时，其卢森堡持有人精英顾问公司（Elite Partners）在2013年5月31日写给投资者的信中，总结了葡萄酒市场的诸多限制：

虽然我们一直强调高端葡萄酒市场具有相对的流动性，但还是不能和金融市场相提并论。在目前这种情况下，我们明白以正常市场价格售出的重要性，而不能为了满足赎回要求仓促地售出来获得流动性。[87]

热切的新买家

像艺术品市场一样，葡萄酒投资由于新兴市场的旺盛需求而发展迅猛，虽然在其他地方信贷危机抑制了投资热情。那些获得了新财富、中产阶级日渐增多的国家（特别是中国、俄罗斯和巴西），在这两个市场中都成了市场信心的重要保障。到2011年年末，苏富比在中国香港市场上没有卖不出去的法国佳酿（他们是在这之前的两年开始中国香港的葡萄酒交易的），而在中国内地，拉菲迅速成为成功人士的标志。对此起到促进作用的重要原因之一是税率：2008年中国香港把进口葡萄酒的税率从80%降到了0%，中国香港变成了世界上唯一一个葡萄酒零关税的地方（在此文写作的时候，英国对酒精度在5.5%~15%

的酒类，收取每100升266.72英镑的单一税），而且香港也没有销售税。

那些对西方名牌商品如饥似渴的城市热切地迎接一间又一间奢侈品专卖店的开张，对那些高端葡萄酒也一样。宝格丽（Bulgari）、伯鲁提（Berluti），还有芬迪（Fendi），在上海、北京和广州新店的开张，很好地概括了2012年这一特有的现象，当然这些场合都少不了经过大量唐培里侬香槟王（Dom Pérignon）或是次一级的白马香槟的洗礼。[88]甚至帕克都与时俱进了，2012年年底他宣布从《葡萄酒倡导家》总编的位置上退下来，并把这项重任交给了一位住在新加坡的通信员丽莎·佩罗蒂--布朗（Lisa Perrotti-Brown）。

葡萄酒的传统市场北美和欧洲受到长期债务危机的影响动荡不止，正当其时，新兴市场的繁荣给了整个行业复苏所需要的帮助。一股类似的活力也撑起了2008~2011年间的艺术品市场。虽然我们还不清楚具体的数字是多少，但总体上讲，有赖于新经济体的购买需求，拍卖活动中剧烈下跌的成交额才迅速恢复正常。就拿艺术品来说，俄罗斯和中东的购买需求就明显比中国高（或者可以说成交数量更高），但中国香港发展成为紧跟纽约和伦敦之后的全球第三大艺术品交易中心也是一个不争的事实。对拍卖行来说，涉猎葡萄酒业务对在东方树立品牌形象很有效（佳士得以4种波尔多葡萄酒在中国大陆开始了其商业性的葡萄酒拍卖）。事实上，在喜欢大品牌并具有透明度的国家，拍卖市场比有着隐秘运作系统的画廊更受欢迎。

新兴财富的到来使得市场价格上涨过快而需要调整，这个问题先一步冲击了葡萄酒市场，因为葡萄酒市场的流动性好于艺术品市场。曾经特别定义了中国高端葡萄酒市场的拉菲·罗斯柴尔德酒庄，其需求量从2011年起开始下跌。Liv-ex佳酿100指数（这个指数赋予了在交易中需求量最大的酒，比如拉菲，更高的权重）在截至2011年9月30日的9个月里跌了4.1%，而且在9月一个月里就跌了6.4%。亚洲和中东的

买家是真实存在的，他们对这个市场产生了重大的影响。但他们也有自己的购买限度，而且达到这个限度的时间似乎比预期的更短。当审慎的交易方式开始出现，这个市场就成熟了。奢侈品行业也经历了一个相似的周期（参见第七章“艺术品和奢侈品”）。

有人仍然寄很高的希望于金砖四国（BRIC）能成为一个新的开端（BRIC是高盛的经济学家2001年创造的一个缩略语，代表巴西、俄罗斯、印度和中国，把它们描述成高增长的发展中经济体）。如果高税率和复杂的进口程序能像大家期望的那样被撤销，大家对金砖四国的希望还比较可能变成现实。奢侈品领域的自由作者埃斯特拉·莎德罗（Estella Shardlow）说，香槟在巴西的进口税高达300%，而运到印度会产生每瓶125美元的费用。[89]艺术品也是这样，中国各种各样的艺术品进口税加起来高达30%，而这个数字在巴西更高。

也许不会像菲莉嫔·德·罗斯柴尔德女男爵预言的200年那么长，但葡萄酒生产者们的眼光确实越来越长远了。酩悦香槟（Moët & Chandon）的拥有者跨国奢侈品集团LVMH，已经开始在中国宁夏经营自己163英亩的葡萄园了，那里的产品将以夏桐（Chandon）的品牌出售（香槟在俄罗斯和南美已经流行很久了，最近在中国城市的酒吧和夜总会里销量猛增）。最早的一批产品预期能在2016年上市。同样地，苏富比和佳士得也在官方严密控制之下成功取得了在中国直接拍卖的许可（苏富比在北京，佳士得在上海）。关于这一举动，苏富比的主席兼总裁鲁博维2012年说，“我们不知道增长能有多快……那更像是你一边做一边才知道的，而不是一夜之间发生的变革”。[90]香槟王的酒窖总管附和了这一关于中国的看法，他说，“我们处在一个有潜力的阶段，还有大量的事要做”。[91]

结论

看看葡萄酒市场运行的方式，就可以证明市场的大小不是它成功与否的决定因素。不论从每年的成交额来看（大约40亿美元），还是从交易的品牌数量来看（在可投资葡萄酒领域只有8个主导品牌），葡萄酒市场都不大。投资葡萄酒其实就是投资一个国家几个产区的若干家酿酒厂的产品。

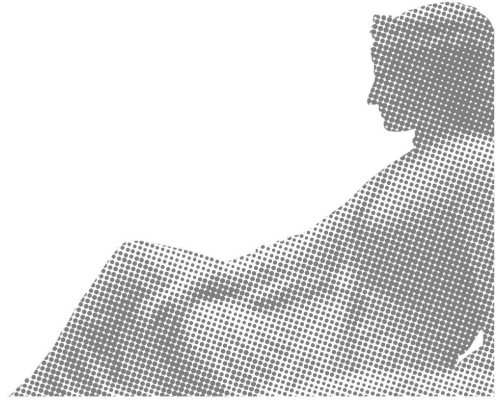
但是在那些同质性高的产品类别中，产品数量使得其中的参与者能利用技术带来的优势，为二级市场更注重投资的消费者或收藏者建立起一个有效而透明的价格指数。葡萄酒行业内中间商之间自发的协作，特别是那些市场的中坚力量，集中了信息资源并使现有的数据变得有意义（虽然偶有变动）。这一点让葡萄酒市场和四分五裂的艺术品市场泾渭分明。

接受市场一定程度的透明度和投资潜力，不去看那些具有神秘美感的语言，葡萄酒市场对新晋买家还是相当开放的，特别对年轻的一代有着更多民主化的内涵。葡萄酒的低价格高数量，以及被广泛接受的分级系统，为其在期待着财富高增长的新兴市场提供了有利的地位。它现在打造了一个更高效而且有竞争力的市场体系。

通过比较，我们很难想象同样的事情会发生在艺术品二级市场。在那里，有限的供给把价格推到比葡萄酒市场高得多的水平，而且进入这个市场还有智力上的门槛（如果缺乏相关知识是很难欣赏一件艺术品的）。同时，在艺术品的一级市场也很难想象能有一个评分系统来支持投资决策，哪怕是一个像帕克那样有争议的指导手册。把两个没什么相同点的市场拿来相提并论是没什么意义的。

但不管怎么说，葡萄酒也还是一种嗜好性投资。很少有人购买葡萄酒仅仅作为一种资产，大部分人相信葡萄酒只有喝了以后才最终实现了它的价值（虽然在这之前它可能会被买进卖出好多次）。所以它还是有一定的局限性，那些葡萄酒投资公司的不稳定状态就证明了这一点。不过，像葡萄酒经纪公司波尔多酒窖（Bordeaux Cellar，他们

还为葡萄酒提供抵押贷款）的创始人史蒂芬·波顿（Stephen Burton）指出的那样，“为一瓶柏图斯估价可比一辆阿斯顿马丁车容易多了”。葡萄酒可以说是目前嗜好性投资品中最成功的。



第五章
艺术品和房地产



将必需品变成艺术

很难将全球商业和住宅地产宏大的规模、普遍性以及必要性和小众而且难以接近的艺术品市场相比，而且还有些人认为他们之间完全不相干。这两个市场在根本上有差异是因为，至少在大多数第一和第二世界国家，每个人的生活、工作和消费都发生在某种形式的房产

里。对“温暖”的需求在马斯洛（Maslow）的需求层次理论中被摆在最底下（需求层次理论是马斯洛1943年提出的，对人的心理发展做出了金字塔模型的解读），[93]对“安全”的需求位置也比它高不了多少，而这两种基本的需求都是房地产所能提供的。很难说艺术也能满足同样的基本需求（虽然它的社会重要性在金字塔理论中处在更高层这一事实经常被忽视），因此创意产业在经济紧缩的年代会最先受到猛烈的打击。

因为这一明显的功用，房地产领域（商业和住宅地产）和更大范围的经济环境有着直接的关系，而且还是一些国家性和全球性问题（例如就业和投资）的重要驱动力。举例来说，仅仅欧盟每年在商业地产翻新和开发上的投资就高达2 500亿英镑，占资本投资总额60%以上。[94]2011年在美国，直接和非直接的建筑消费（商业和住宅地产）高达23 000亿美元，占到当年国民生产总值的15%。[95]此外，在养老金产业中，商业地产超过了银行业、休闲娱乐业、通信和交通业，成为一项重要的投资资产，因而也在为我们未来的退休提供资金。[96]

虽然养老金基金或个人的投资组合中包含的主要是商业而不是住宅地产（根据2013年凯捷与加拿大皇家银行财富管理公司联合发布的《全球财富报告》，[97]不包括自住物业，高净资产人群20%的投资在地产里），他们的财富还是很大程度地集中在不仅作为投资的住宅地产上。莱坊发现他们那些富有的客户中，自住物业和第二处房产占了他们净资产的26%，而且他们平均有3.3处房产。[98]在通常被戏称为“房主的国家”的英国，由8家企业组成的英国房地产业协会（Property Industry Alliance）发现对住宅市场的投资远远高过其他资产类别。这个数字在2011年高达42 000亿英镑，是商业市场总值的6倍，也是当年全球艺术品市场交易额的100倍。[99]

在其他领域，像奢侈品行业，最初是为了满足某个基本需求，常常随着由财富支持而提高的生活水准，渐渐发展到了一个完全不同的状态。这种类型的商业地产和豪华住宅市场，不但明显和艺术品市场有着相似之处，而且不像黄金和股票债券这类传统投资方式，它们和艺术品市场还有着直接联系。购买豪华住宅，或在一流的高端办公楼工作的人，也喜欢用艺术品来装饰他们的场所。

在艺术品市场工作的人群和在房地产市场工作的人群之间也有类似的联系。在房地产市场上，位置是决定价格的最重要的因素[这一点不仅可以在那些首都城市看到：跨国房地产企业第一太平戴维斯（Savillas）曾重点提到过一位俄罗斯买家为英国乡村的一所私宅花费了650万英镑，准备拆掉重建作为自己的住宅[100]]。随便扫一眼高端房地产杂志的重要部分，或者《金融时报》每周出版的“房产与家居”（House & Home），你马上就能知道哪里的人跟艺术品市场有关（或者至少有这个可能性）。举例来说，2012年10月13~14日的“房产与家居”上介绍了位于莫斯科、香港和伊斯坦布尔的地产情况，而当时这些地方的艺术品市场正在迅速发展。

苏富比和佳士得都有负责房地产的子公司，并且在它们拍卖业务和艺术品收购业务所覆盖的城市里都有分支机构。虽然苏富比不再拥有苏富比地产（Sotheby's International Realty），但后者仍然可以使用苏富比的名字，并在包括其网站的市场推广材料中出现。这就足以说明拍卖行的名头在豪华住宅市场中的有力地位了。对苏富比来说，这也是一个双赢的交易，它不但收取了一笔特许冠名费，为它自己的客户提供了一站式豪宅销售服务，也能在那些高端的国际地产的买家中发展有意购买艺术品的客户。纽约第五大道上一幢1916年建造的价值9 000万美元的豪宅（自带有约12米见方有木质护板的图书室、吧台和化妆间[101]）的主人，或者价值8 500万美元的私人岛屿（配备有赛斯纳208水上飞机，被描述成能提供“在一个税收中性的环境中优

雅的生活方式”[102]）的主人，很可能会花一笔6位数甚至7位数的钱来购买艺术品。

利用文化来刺激一个地区的房地产成熟发展是一个老套但成功的策略，艺术和地产在这里再一次相遇。20世纪90年代，东伦敦的肖迪奇（Shoreditch）地区以低廉的租金和超大空间，不遗余力地招揽艺术家和画廊进驻。结果显示，一个过去被忽视的地区摇身一变成了潮流地带。商业画廊白立方（White Cube）2000年在哈克斯顿（Hoxton）广场开业，几年以后纽约经纪人肯尼·沙赫特（Kenny Schachter）充满活力的画廊也随后开张，带来了迎合中产阶级口味的当代艺术。具有讽刺意味的是，差不多10年以后，高涨的租金加上富有的收藏家不太愿意屈尊前往东区，包括白立方在内的很多画廊又被迫迁出了这一地区。

最近一轮的发展源于房地产大亨们试图用艺术吸引精英商业。2000年英国富时100指数企业土地证券公司（Land Securities）大手笔投资高端住宅市场，并竭力怂恿时尚和艺术类相关企业帮忙给处在市中心但不讨人喜欢的维多利亚（Victoria）地区增添一笔迷人的色彩。土地证券公司抓住了一点，那就是艺术品和豪宅市场都是在追逐同样一笔可支配收入。而且，好像在艺术品市场中一样，这笔钱虽然汇集在伦敦，却很少来自伦敦人。土地证券公司预售了59套位于维多利亚地区威灵顿大厦（Wellington House）的私人公寓给他们的目标客户，全是亚洲人（那些公寓的价格在65万~500万英镑，其中有些能看见白金汉宫）。

最好的和其他的

商业地产在吸引高端私人买家方面的投入，反映出和过去几年中支撑艺术品市场同样的驱动力：就算有钱人没有全体变得更有钱（2011年高净资产个人这个群体聚集的可投资财富在4年内第二次出现下滑，虽然超级富豪们的财富还在持续增长），他们还是乐于把钱投资在他们认为比较安全的资产上，而不是放在那些回报非常有限的金融产品上，比如将现金放在银行。

绘画和房产都是具有异质性的商品，正如我们前面说明过的，没有两件单品是完全相同的。人们购买和持有它们是因为被它们各自不同的特性所吸引，而不是仅仅因为它们是一幅画或一所房子（与之相反，具有同质性的商品，指那些没有什么差别因而价格差别范围也很小的东西）。在最近的经济下滑中，表现最好的就是那些具有异质性商品的高端市场了。2013年第一太平戴维斯发现伦敦市中心高端住宅的价格比信贷危机和随之而来的节俭风潮发生之前还上涨了22%。有关这种动态，报告上总结说，“（房产）价格比经济下滑前上涨了不少，强劲的需求远远高于市场供给，这使得优质的开发商不断向市场提供新建的房屋”。[103]这种情况同样适用于艺术品市场，只要把“优质开发商提供的新建房屋”替换成“有名望的艺术家的新作品”。2012年收藏家首选艺术家的名单上包括了格哈德·里希特、莫瑞吉奥·卡特兰（Maurizio Cattelan）、弗朗茨·魏斯特（Franz West）、安尼施·卡普尔（Anish Kapoor）。[104]

其他一些对地产市场的描述被用于艺术品市场也很相称：在同一份报告中，第一太平戴维斯把目前财富鸿沟的现状描述为“最好的和其他的”；这个说法被艺术经济学家克莱尔·麦克安德鲁（Clare McAndrew）借鉴，在她关于过去25年中艺术品市场变迁的报告中，也有一个部分就叫“最好的和其他的”。麦克安德鲁写到，“收藏家和交易商都注意到的另一个趋势就是市场的两极分化，20%的艺术品产生了80%的交易额和兴趣”。[105]艺术品市场保持了这一趋势，而且在麦

克安德鲁的报告出炉一年后，这也变成了房地产市场的重要特征。2013年2月《金融时报》的封面故事是这样开头的，“伦敦10个房产最贵地区的房产总价差不多是威尔士、苏格兰和北爱尔兰房地产价格的总和，这充分说明了英国增长中的贫富差异”。[106]同一个月里，伦敦举行的4场印象派、现代艺术和当代艺术夜场拍卖的成交额是3.59亿英镑，而所有为较低价艺术品举行的日场拍卖的总成交额只有7 900万英镑，少于3次夜场拍卖单独的成交额（这还不算是一个极端的例子）。

第一太平戴维斯发现，自从2008年以后，当城市发展的红利慢慢流出房地产市场之后，买家的年龄变大了，他们拥有的是长期积累下来的财富。同时，也有一些从国外其他更健康的经济体来的抱着投机目的的人。处于艺术品市场上层的买家（但不是最顶端的那一群）的背景也发生了类似的变化：在美国和欧洲，被经济发展红利鼓动着的冒险家们让位给了家族老钱（直到最近一次欧元危机以前），同时也受到少量来自东方成长中的经济体（特别是中国、俄罗斯和中东）的刺激。这种情况部分解释了对艺术品和房地产欣赏品味的转变——从风格简洁的曼哈顿顶楼公寓（适合摆放闹哄哄的当代艺术品），变成了更古老一些的房屋或是乡村居所（更适合摆放被大多数人认可、能启迪思想的艺术品）。

从这个情境来看，当证券市场行情低迷的时候，有声望的艺术品及优质房地产的价格反而飙升这一表面上的矛盾就显得不那么令人吃惊了。家族老钱的投资组合历史上来说就以安全性较高的股票和债券为主，近年来看上去就更是这样了。其他传统的奢侈品收藏，像钱币、钻石、游艇和飞机，也同样在大范围的经济危机中受益。

向上是唯一的可能吗

房地产和艺术品的定价方式有些相似，明显都是比较主观的。不管是住宅还是商业地产，高端的还是普通的，有些基本要素和为艺术品估价时使用的标准有很高的可比性，比如大小、房屋的现状、房间的数量、室外空间的大小，都是对房屋特征较为量化的表述。

这两个市场在繁荣期都得益于一种现象，即大家都相信价格只会往一个方向走（向上）。因为一所房屋或者一幅绘画都很少会在一年之内被再次出售，人们通常会以它们前一次成交的价格加上一个增幅来估计它们再次出售时的价值，这在经济学上叫作锚定偏差。与之对照的是，我们能看到对某家公司股票真实的需求和供给，因为只要有需要，股票每天都可以在市场上不止一次地被交易。再次出售房产或艺术品需要的附加费，可以低到仅仅考虑持有期间通货膨胀的影响，也可以高到需要综合考虑某位艺术家作品的流行趋势、卖出的地点，或整个市场的情况等因素。它们的价格中还包含了一定的市场营销元素：因为一件艺术品上一次拍卖的成交价或者一处房产以前的售价是有据可查的，如果卖主的要价比这个数字低，不成文的规则就是有什么地方出问题了。所以在这两个市场上，即使是最急切的卖家也会被提醒不要在最开始就让别人知道他的意图。

和这些比较容易量化的特质一样，一件艺术品或者一处房产的销售也会得益于心理上或者个人化的动机。这一点在市场高端的那一头表现得特别明显，因为这种购买行为本身已经不是必需的了。当购买的目的是为了取得一种身份地位象征的时候，需求就不是完全建立在实际要求的基础上了。如果不止一个人有着说不清为什么但“我就是想要”的态度，价格就能被抬高到比其客观价值高得多的水平上。

不过，虽然这两个市场都受到一些类似的主观以及心理因素的驱动，但是因为不管怎么样人都需要一个住的地方，所以房地产最终还是不像艺术品那么独特。经济学家威廉·鲍莫尔（William Baumol）1986年在《美国经济评论》（*American Economic Review*）上发表了

一篇影响深远的文章（他在文中将艺术品投资比作对“漂浮不定的事物”进行的遮遮掩掩的赌博）。他写到，“即使是同一个艺术家创作的同一主题的两件作品都不能很好地互相代替”（可参见第二章“艺术品和证券市场”中关于皮耶罗·曼佐尼的例子）。[107]另外，比起艺术品市场，房地产市场宏大的规模使得它更容易记录交易价格、预测价格走向，特别是研究其与宏观经济形势之间的关系。

事实上，房地产投资的回报在历史上一直是紧紧追随着经济增长周期的。而艺术品和宏观环境之间的关系却是难以捉摸的。当然，从实际表现上看，如果把宏观环境考虑进去，艺术品和房地产投资的回报特性还是很像的。房地产公司高富诺（Grosvenor）研究部门的主管理查德·巴克汉（Richard Barkham）发现，房地产的平均年化总回报（这是不动产基金管理行业最常用的指标）在1999年和2012年间大概是7%（这个数字考虑到了全球住宅、商业和工业地产）。这个数字高于同期风险较低的美国公司债券和现金存款（以短期国库券为例），但远远低于表现相对不稳定的全球证券市场20%的回报率。[108]

虽然对艺术品市场的回报率从来没有类似精确的分析报告（而且不太可能做得到），但身为艺术经济学家和学者的雷切尔·坎贝尔（Rachel Campbell）说，根据艺术市场监测（Art Market Monitor）的报告和梅摩艺术指数的数据分析，其回报是“稳健的”。她根据32篇相关的研究报告建立的一个纯粹理论上的指数显示，在1976年到2006年之间，艺术品市场的年平均回报率是4.2%。[109]来自荷兰蒂尔堡大学（Tilburg University）的吕克·雷尼博格（Luc Renneboog）和克里斯托夫·斯帕赫斯（Christophe Spaenjers）最近的研究显示，1957~2007年，如果以美元为计量单位，艺术品的价值每年上涨3.97%。[110]然而，在艺术品和房地产市场，都是由利益相关方进行宣传和营销推广，我们讨论的通常都是获利的个案表现，而不是整个市场的表现。

租金和精神上的收益

就像股息和股票价格之间的关系，房地产的价格中也包括一种可以量化的附加费，那就是通过地产出租产生的定期收入。对于豪宅市场的最顶端——像是一座微风吹拂的城堡，或是只有一间卧室但有400平方米的房子——很难保证能把物业租出去获取租金，但在同等基础上，一套价值500万英镑看得见白金汉宫或者海德公园的公寓就能比一幅让·米歇尔·巴斯奎特（Jean-Michel Basquiat）的画［比如他1983年的作品《五类鱼》（*Five Fish Species*），2013年2月以500万英镑的价格卖出］ 产生更可观的收入（每周租金大约3 000英镑）。

在向来都颇具创造力的艺术品金融领域，有人曾经尝试过艺术品出租。虽然不一定能产生收益，但拍卖行和商业画廊会经常把艺术品借给他们喜欢的客户，因为有些人希望在做出购买决定之前先看看那些艺术品放在自己家里是什么样子。有些博物馆，比如加拿大的安大略美术馆（Art Gallery of Ontario），更愿意在正式收藏之前先向知名的或崭露头角的艺术家租赁他们的作品。有些网络公司提供租赁业务，虽然是价值比较低的物品（艺术品和房地产都有）。有一家设立于纽约的公司伦巴艺术（Art Remba），出租的艺术品最高价值15万美元。不过公司创始人纳赫玛·梅塔（Nahema Mehta）说最热门的是那些价值在两万美元左右的租赁品，租期通常为3个月，每月租金250美元。虽然她的公司承担保费，但艺术品在纽约各个居所出租期间可能发生的损坏仍然是这个市场的一个大问题。如果保持业务的小规模和可控性（2013年伦巴艺术仅有30个左右富有的客户，而且每个人都经过事前审查），这门生意还是可以做的，但很难想象它能超出这个小众市场蓬勃发展。[111]

另一些人认为艺术品其实已经提供了一种“获取租金”的方式，或者也可以称之为“精神上的收益”或是“精神价值”，那主要是因

为艺术品可以带来双重愉悦感：美好的视觉享受以及拥有珍品的满足感。作家马尔科姆·格拉德威尔（Malcolm Gladwell）是这样总结这些特质的，“艺术品市场是精神收益最好的诠释了。艺术品收藏家购买绘画作品有两个原因：一是他们对这幅画作为一种投资感兴趣——这和他们看待通用汽车的股票是一样的；二是他们对这幅画作为一件美丽的物品感兴趣。”[112]而艺术品经销商沙赫特是这样说的，“拥有艺术品的实际好处就是通过近距离的接触产生的视觉效益，不管你是仔细审视还是随便瞟上几眼。”[113]

艺术界（包括艺术品市场）公认，艺术品最重要的特征就是其作为美好事物的状态。虽然试图把艺术品和投资的关系斩断未免有些故作姿态（或者有鼓吹精英论之嫌），但我们不得不承认一件艺术品引起的反应和一张股票或者一根金条的引起的反应是很不同的，虽然它也很可能提供丰厚的回报。格拉德威尔提出的经济分析把这种“精神回报”量化为28%左右，这和艺术品市场和房地产市场的平均经济回报比起来是非常高的。格拉德威尔接着说道，“如果你花一亿美元买了幅梵高的画，其中2 800万是为了每天早上起来就看到它的愉快而付出的。如果你觉得这个价钱看上去很高，事实并非如此。你只要想想外面一共也没有几幅梵高的画，而它们又是那么的美。如果你对艺术真的那么一往情深的话，这钱花得绝对值得。”[114]

艺术品市场上还有一个奇怪的现象就是，虽然购买艺术品的需求是一直受到鼓励的，但同时出售艺术品的意图却是明显被打击的。在房地产市场，虽然了解一处房屋被出售的原因是很重要的（必须确定不是因为该房产有重大缺陷），但出售本身被认为是平常的事。事实上，即使是人们所说的那种“快速抛售”（即在6个月里连续买进卖出同一处房产）也是频繁发生的，而且通常被视为一个市场健康良好的标识。房地产市场数据服务商地产跟踪（RealtyTrac）发现，2013年上半年，美国独户住宅的快速抛售量达到了136 184起，比2012年同期

上涨了19%，比起经济萧条的2011年更是上涨了74%。[115]而且大多数市场评论家认为这是个有积极意义的趋势。与之相反，艺术品卖家，特别是那些刚刚买进了几年就打算出售套利的（再强调一下，这种做法在其他大多数投资市场都是很平常的），就有可能被市场列入黑名单，特别是当交易通过拍卖公开完成的时候。

艺术品不仅仅是能交易的货物，它们也是这个复杂的等级社会中用来讨价还价的筹码。但是，这种态度在一个需要买卖双方共同参与的情况下，和一个有效率的市场是背道而驰的。所有的艺术品经销商和拍卖行的专家都明白这一点，如果没人打算出售手头的藏品就不会有二级市场的存在。现在市场上有那么多的艺术品被积极地推向买家，现实的问题就是他们该如何处理已有的藏品才能保持持续购买呢？更别说他们是否有能力持续购买。这个问题私下里已经被认识到了。一个拍卖行的专家告诉我，他事实上会建议潜在的买家买下那些短期内多次出现在市场上的艺术品，因为价钱实在太划算了。

艺术品抵押贷款

字典上对资产的定义是，它是一项被拥有的财产，被认为有价值，可以用来抵偿债务，兑现承诺或作为遗产。用这个定义来衡量，就很容易理解那些对艺术品不算资产持有异议的人了。

与之相反，财产抵押贷款这个行当被大众接受已经很长时间了，而且是借钱成本最低的方式之一。通过利用房地产市场和其他市场之间的利率差获利，是众多机构常用的投资策略。这一领域在2008年的金融危机中遭到了沉重的打击。雪上加霜的是，在为越来越多负债深重的美国房主服务的次级市场（品质较低的），出现了很多估值错误的房地产抵押贷款。虽然在此次危机之后说服银行接受任何形式的资

产做抵押贷款都变得相当困难，但他们还是常常被鼓励要这么做。虽然有人质疑这种做法有些不负责任，不管怎么说，其结果持续支持了资金的全球流动。

不要低估财产抵押贷款的重要性。不管是否说得上是一个理想的经济系统，低廉的信贷服务的存在是当代资本主义的中心原则。《经济学人》（*Economist*）的作者罗伯特·盖斯（Robert Guest）在他研究非洲贫困问题的有关前信贷困境的书里，着重指出缺乏财产抵押贷款是造成这个大陆严重问题的一个重要因素：

> “在非洲国家，即使是在那些没有受到持枪劫匪惯常抢掠的村庄里，私人的财产权也很少是安全的。大多数非洲农民并不拥有他们耕种的土地……这件事情太重要了。缺乏清晰的所有权就意味着贫困的非洲人没法用他们的财产作为抵押来贷款。由于缺少信贷手段，农民们没法得到工具和种子来提高生产力，而试图创业的人也不知道该怎样开始”。[116]

这并不是说银行和其他机构没有提供更多的艺术品抵押贷款，但隐藏在大标题后面的信息不像它们应有的那样清晰。路透社2012年有一则新闻标题是“更多经纪人允许他们的客户用勃鲁盖尔（Bruegel）的画作贷款抵押品”，就紧跟在“UBS财富管理将为艺术品、乐器和银器发放高达1亿5 000万美元的抵押贷款”的后面。[117]实际上正好相反，这家银行（从来没有正式宣称提供此项服务）并没有用自己的钱为艺术品做抵押贷款。事实是，UBS会把那些要求以艺术品融资的高净值客户介绍给从事此项业务的专业公司艺术资本集团（Art Capital Group），并收取一笔介绍费。

那些经常接触私人财富的银行只是在应付其客户日益增长的需求。既然当有人花了（至少）上百万购买房产或私人飞机时，在通常

能得到行家的帮助的情况下，购买艺术品为什么不行呢？要求此项服务的人很多是企业家，对公司买卖中存在的风险和回报习以为常，对艺术品能提供的流动性也有所了解（当然还有艺术品能为资本利得管理带来的税收上的好处）。此类客户经常会把他们用艺术品抵押借来的钱投资到他们感兴趣的生意中去，当他们翻新物业需要一大笔现金而且正好也没有地方放这些艺术品时，他们也常常会把手里的艺术品当作担保抵押出去。[118]一个真实的案例，是对冲基金经理人迈克尔·斯坦哈特（Michael Steinhardt）计划以6 500万美元买下纽约的前美国证券交易所大楼时，他用自己至少价值两亿美元的艺术品收藏中的一部分做了担保。根据纽约州的记录，摩根大通（JPMorgan Chase Bank）提供了这项包括毕加索和杰克逊·波洛克（Jackson Pollock）作品在内的20件艺术品的抵押贷款，而且根据彭博社的说法，这笔贷款的利率远远低于一般的商业地产项目。[119]

这种例子当然还是比较少见的。一般综合性银行的问题是，即使他们服务于私人理财的专业领域，比起其他另类资产市场，艺术品市场仍然过于小众，而且缺乏透明度，所以他们始终将此项业务控制在若即若离、让他们感到安心的范围内。丹尼·罗斯（Daniel Rose）在伦敦巴克莱财富管理部门工作，据他说，虽然银行家们可能愿意为此展开磋商，但在业内真正承接艺术品抵押贷款的人还为数不多。[120]问题主要还是在艺术品的流动性上。在与艺术资本集团的合作被敲定前，UBS艺术咨询服务的负责人派翠西亚·安波（Patricia Amberg）说，“如果你必须卖出某件艺术品，很难保证一定能卖出你期望的价钱。”[121]

对艺术品抵押贷款增长的需求使得银行或银行的某些分支机构成了获益者，它们摇身一变成了这方面的专家。这其中包括UBS的合作伙伴艺术资本集团、蒙太奇财经（Montage Finance）、白金艺术（PlatinumArt）、艺术担保（ArtAssure）以及移民银行艺术金融机

构（Emigrant Bank Fine Art Finance，简称EBFAF）。这些机构都在美国，那里为另类资产融资的市场较为成熟，不过它们也去其他地区寻找生意机会。2012年年底，EBFAF表现出试图在欧洲扩张业务的迹象。他们从反垄断诉讼公司康斯坦丁和卡农（Constantine Cannon）雇用了一个艺术和法律方面的专家皮埃尔·瓦伦廷（Pierre Valentin），为他们介绍合适的生意机会。

当市场上有些人还是把艺术品融资人称为“高级当铺老板”的时候，这个领域里的专业公司已经开始试图肃清这种名声了。它们和更大的投资公司联手，雇用艺术品市场上的专家和金融专家。2006年EBFAF雇用了南茜·哈里森（Nancy Harrison），她在苏富比工作了25年之后建立起了自己的艺术品估值生意；还有苏珊娜·捷尔吉（Suzanne Gyorgy），在被聘用领导花旗集团私人银行的艺术品融资团队之前，她是佩恩韦伯（PaineWebber）艺术品画廊的主管。可是和提供其他私人银行服务的部门相比，这些团队的规模还是很小。

由于每一件艺术品都很独特，而且价格的变数又很大，用它来申请抵押贷款就要受到一些附带条件的限制。一个想以艺术品抵押的人应该明白他最多只能借到折合艺术品价值40%~50%的贷款，而且专家们不喜欢处理50万美元以下的贷款。现在虽然听说5万美元以下的市场需求增长也很快，但除了那些综合性的在线公司，比如borro.com，也没谁真的在开展此类小额贷款业务。截至本文写作之时，花旗集团私人银行的艺术品抵押贷款最低限额是500万美元。

银行的贷款条款是保密的。贷款利率上下浮动很大，据说能高达30%（这取决于借款人、抵押的艺术品和贷款的期限），而且很多专业公司都会拿走抵押品。事实上在英国，法律明文规定抵押的艺术品必须被妥善保管（比如放在一个独立的仓库），而美国和加拿大对此没有强制执行。

艺术资本集团的高管伊恩·派克（Ian Peck）说，他们可以给予很低的贷款利率，在某些情况下甚至可能低到2%。[122]但在实际操作中，借款人如果想获得12%以下的利率，即使他们的贷款额度只有他们抵押的艺术品价值的40%，他们仍然需要提供其他的抵押品。所以这项服务的核心客户就只能是像迈克尔·斯坦哈特，或是艺术品刊物出版人彼得·布兰特那种级别的人（布兰特2012年9月通过苏富比用自己藏品中的56件艺术品做抵押取得了一笔贷款）。[123]伊恩·派克说，“有一个精心挑选出来的客户群，他们除了艺术品收藏外还有很多其他资产，这样的人就能以很低的利率借到钱”。因此，把这些人的贷款行为看作是单纯的艺术品抵押贷款其实是有点误导的。

更加具有透明度的放贷人是像borro.com这样的公司，它们在广大市场的另一头经营业务。举例来说，borro.com接受古董手表、游艇、绘画雕塑和古玩作为抵押品，在24小时之内能提供1 000英镑~100万英镑的短期贷款（6个月）。迄今为止，他们提供的艺术品抵押贷款包括给一幅让·杜布菲（Jean Dubuffet）作品的25 000英镑，和给一幅杰克·维洽诺（Jack Vettriano）油画的13 000英镑。这类贷款的年化利率大概在39.1%~68.8%。[124]所以我们也许可以说主流需求被满足了，但贷款条款比较严苛。

对那些以艺术品交易为生的人，例如艺术品经销商、艺术品藏家/经销商，还有艺术品基金，在一个原本流动缓慢的市场，经验更加老道的放贷人能为他们提供短期流动资金（比如过渡性贷款）。美术基金的高管菲利普·霍夫曼解释说，“如果今天我能以1 000万美元买到一幅我知道其实值2 000万美元的弗兰西斯·培根（Francis Bacon）的画作，可是我手头还缺500万美元，我肯定愿意以10%的季度利率去借一笔3个月的贷款”。[125]对一幅画实际价值是否有信心是关键所在。比较低端的放贷人一般是为那些迫切的短期需求服务的，比如在

拿到奖金或是其他收入之前必须要支付的学费或是房租。这大概可以解释“当铺老板”这一头衔的由来。

那些主要的拍卖行也涉足了艺术品抵押贷款这一领域，他们主要提供两种贷款：给他们正在出售的艺术品（通常在一年之内）提供的预付款，或者为他们客户的收藏做的抵押贷款。后者在某些情况下可能会变成委托出售。虽然利率是浮动的，但总的来说还算优惠（低于12%）：考虑到不久的将来预期从买卖双方那里收到的佣金，拍卖行完全有能力如此大方。如果一件艺术品最后没有卖掉（过去若干年拍卖会上艺术品流拍的比例大概在20%~25%），他们的账簿上无非是多了个负债人。虽然拍卖行的拍品图录上会标注他们在某一批拍品中有“经济利益”（这多半包括一笔贷款），但他们对接受什么样的抵押品口风很紧。

艺术品咨询行业是个有钱可赚的地方，在那里艺术品市场所有奇怪的表现都能得到合理的解释。同样那里也是为有钱人服务的银行（或个人）扩张业务的好地方。私人银行服务和艺术品市场明显是有交集的，而且文化上的联系在赢得客户并留住他们这件事上起到了至关重要的作用。银行通过赞助艺术活动以及建立自己的收藏，在一个没有足够法规调控的世界里，成功地树立起了自己的专家形象。它们能对运输、税务、出口、储存、尽职调查报告的要求等各方面提供建议。不过，这看上去充其量是为了留住或赢得新业务所进行的市场营销活动。和那些独立的艺术品顾问不同，银行不会为此收取额外的费用。看上去这还是比直接给没有把握的资产做抵押贷款风险小得多。

创造性购买

艺术品落入私人理财顾问服务的范围之内，主要的一个原因就是他们帮助那些高净值人士处理税务问题时扮演的角色，有时被描述为“有效的”或是“有创造性的”。有几种税收是同时与地产和艺术品有关的，要做到“有效”，其实就是在法律允许的范围内尽量降低税单上的数字。当涉及上百万的投资时，这显然就是资产管理业务中很重要的一部分。

在艺术品本身的价值之外，税收优惠也是一个持有艺术品的充分理由。仅仅是艺术品可以用来减少税单上的数字这个事实（这一点在美国特别值得注意，在英国也可以用来抵扣遗产税），以及当出售获得盈利的时候会因为资本利得被课以财产税（在某些国家），艺术品就已经符合资产的标准了，虽然不能算传统意义上的资产。

一般来说（每个国家对这两种资产的课税方法都不一样，而且税收制度是一直在变化的），税收制度是鼓励住宅地产投资的（在某个价值层面），而在某种程度上，艺术品在年景好的时候通常被公认具有文化上的重要性。在萧条的经济大环境下有关个别金融问题的讨论，比如美国人对房地产抵押的信心，或者在法国是否应该对艺术品开征财产税，证明了这两种资产都很容易受到政府各种财政或者非财政政策的影响。但是，因为房地产显而易见目标更大，而且贫富分化对那些处在市场低端的人影响较大（这一点将在下文详细阐述），所以这对房地产行业来说是个更大的问题。

不像地产，艺术品可以被移动，所以会受制于进口增值税和其他税项。每个国家的相关税率都不一样，但一般来说，艺术品市场比较成熟的地方，税率就会低一些。有些国家的艺术品市场已经迫不及待地想要冲破那些既有法规，在那里，相关税项和国际市场的水平相比高得令人望而却步（比如在中国，进口增值税和其他相关税项加起来高达30%，而在巴西销售税、联邦货物税等林林总总加起来可以达到40%）。本文写作时，英国对欧盟以外的艺术品、古玩和其他收藏品的

进口增值税的实际税率是5%。税收的悬殊差异会导致买方为了减少税务成本，想办法在其他国家购买（有时是通过其他地方的亲戚或一些商业机构），这往往会牵涉到一些非法活动，比如故意报低商品的价格，甚至走私偷运。

现在也形成了一些官方途径，提供了某种形式的公平竞争环境。比如在一段确定的时间内（一般是两年）临时进口可以免去部分甚至全部税项。这适用于向海外的博物馆和画廊出借艺术品，或前去参加艺术节。另一种越来越频繁地出现在艺术品世界版图上的形式是自由港，艺术品（还有其他货物）可以在那里免费仓储，不用交政府税或进口税。日内瓦和新加坡有很重要的自由港（而且规模还在扩大中），北京和卢森堡也在积极筹建此类新设施。

进入最高层

以上所说的那些，如果只是去探究地产和艺术品市场高端的部分，并不适用于非传统意义上的奢侈品买家。那些被称作“商品财阀”的人们通过登记在各个离岸避税天堂的公司（比如开曼群岛、英属维京群岛、列支敦士登）暗自在运作，不过他们大多数都是在合法经营，充其量是逃避交税。

在地产市场，伦敦市中心的“海德公园一号”（One Hyde Park，号称全世界最昂贵的房地产项目）就很好地例证了从海外铺天盖地涌来的钱。这个楼盘2007年开幕时，每平方米卖到5 900英镑，是伦敦高端地产主流价格峰值时期的两倍。所有80多套公寓全部沽清，据称价格最高的一套卖到了1.35亿英镑。2013年早些时候，海德公园一号一套售价6 500万英镑的公寓每周租金索价45 000英镑。[126]

根据《名利场》杂志的调查，其大理石覆盖的内部空间装修豪华，包括“深色欧洲橡木地板、鸡翅木（一种昂贵的木材）家具、青铜和不锈钢雕像”以及“镶满水晶玻璃、电镀铝和真丝衬垫的镜子走廊”，但它“着重强调的是私密性和安全性，这是由技术装备先进的避难屋、防弹玻璃和英国特种部队培训出来的戴着圆顶礼帽的保安提供保障的。另外，住户的邮件递送前要经过X光检查”。《名利场》首次透露，售出的公寓中大多数（76套中的59套）的所有权拥有者都不是自然人，而是那些登记在避税天堂的公司。文中解释说：

> “这种（所有权）结构是典型的脚踏几个行政管辖区域的行为：在英国马恩岛上的一家公司的拥有者可能是一家BVI（英属维京群岛）公司，而这家BVI公司可能由一家巴哈马信托基金控股，而其托管人又可能在其他地方。以上任意一家机构的主人也可能只是瑞士的一个银行账户。在这种全球性所有权链条上的每一节点，费用都被抹去了，而私密性越来越强。”[127]

美国和英国的当权者，在聪明的私人银行家的帮助下，以非正式避税天堂的形象，从发展中国家（往往也是缺乏稳定的国家）吸引了大量财富。税收正义网（Tax Justice Network）的高级顾问和全球董事詹姆斯·亨利（James Henry）写道：

> “这两个国家在设计税收准则和银行法的时候都很小心，如果你碰巧是一个超级有钱的从墨西哥、巴西、菲律宾或者尼日利亚来的‘非居民外国人’或者‘非本地居民’，那么你和你的全家在美国可以免交至少半年的房产税和收入税，而在英国则全年都不用交。
>
> 所以你很容易因为税务的原因变成一个哪都不属于的跨国居民。如果你处于这种状态，根据税收正义网的估计，你就是掌控着至少21万亿~32万亿跨境私人财富的新兴精英阶层中的一员。这

些财富中有很大一部分投资在英美蜘蛛网式的私密管辖区域。”[128]

在这个背景下，位居伦敦和纽约之后成为世界第三位金融中心的中国香港，历史上和英国有着密切联系，现在对资本利得和来源于本地区以外的任何收入都免于征税。考虑到中国香港离中国内地增长中的富豪阶层那么近，它显然有望成为一个新的非正式避税天堂。

在英国，现在拥有艺术品至少比拥有房地产多了一个好处。在海德公园一号的公寓开盘销售的时候，海外公司在英国拥有的地产出售的时候享受零税赋优惠。这个漏洞后来被补上了，新政策还包括价值200万英镑以上的房产要交额外的印花税，由公司机构拥有的房产虽然还是免征遗产税，但每年要多交1%的税。与此同时，瑞士开始对第二套房产实施贷款总额不得超过房屋总价20%的政策。2010年由于房地产市场价格上涨过快，香港也采取了类似的管理手法。大力发展豪华住宅导致本地人对价格缺乏相应的承受能力（因为供给总量是稳定的），因此，像莱坊发现的那样，这“成了一个政治问题，政府不得不推行新的政策试图减缓价格上涨的速度”。[129]

与此同时，在远离公众视线的艺术品市场，一个非英国居民身份的收藏家在英国出售他收藏的艺术品时仍然免交资本利得税（而一个英国居民或常住的收藏家却要为他们在英国以外的收入交资本利得税）。

除去税务上的好处，投资于高端的商业地产和艺术品市场都能让钱远离其他投资要求的严密监督（比如对于上市公司或私营公司的投资）。这一点在伦敦特别引人注目。2009年出版的 《伦敦格勒》（*Londongrad*）一书中说，“最引人注目的是1993~1994年那些俄罗斯寡头的到来，他们发现了一座城市让他们随意挥霍从俄罗斯带来的财

富，有时直接用现金，有时通过其离岸公司。”[130]另一个苏联时期的产油大国阿塞拜疆，是在艺术品和地产市场上最新出场的（也是一个越来越流行的私人飞机的目的地）。它的主权财富基金，阿塞拜疆国家石油基金，2012年年底在伦敦圣詹姆斯地区买下了一座价值1.8亿英镑的办公楼，并从此在欧洲开始了它的房地产组合投资。差不多同时期，统治这个国家的家族开始大力推广自己国家的艺术品，并竭力把自己塑造成一个艺术品买家。

抛开它们明显不同的功用，艺术品收藏和豪华住宅在高净值财富中都占据了一个相当大的比重。可能是因为它们的买家有部分重叠，近年来这两个市场显示出相似的趋势，一些能显示地位的战利品性质的资产需求把价格推上了天。这也加剧了市场的两极分化。

信贷危机虽然在很多层面上损毁了这两个市场的通畅运作，但同时也让其中一部分上升到了一个“处于安全港里的有形资产”的状态。当然这种说法更适用于房地产市场，因为你可以住在一处房产中，或把它租出去给别人住。进一步说，房地产市场是由房屋抵押贷款业务支持的，危机之后仍在正常运行。虽然贷款发放更加严格，但低利息的环境和量化宽松政策带来的充沛现金帮助房地产市场渡过了危机。

由此产生的效果对艺术品市场也有直接的正面影响（比如，有钱人想要把艺术品放进他们新置办的豪宅），虽然主要的大银行不太情愿接受艺术品做抵押贷款这一事实说明这还是一个风险相对较高的市场。

虽然房地产市场过去对于投资者是一个缺乏严格审查的领域，有迹象表明，世界各国政府开始试图管控这个好处带来的更大范围的影响。和房地产市场相比，艺术品市场较为低调的运作风格，使得其税务优越性所带来的吸引力日益增长。正如我们已经看到的，在政府层

面目前还没有明显势头对艺术品市场展开调查或者增加税收。更多时候，缺乏法规调控的艺术品市场提供的是一个有风险但独特的投资机会。



第六章
艺术品和私募股权基金



首选的另类投资品

自从20世纪80年代以来，私募股权投资作为一种资产类别，其普及程度的提高和艺术品市场有着相似的轨迹，它们最初都是随着财富增长带来的信心顺势而动的。这两个市场都存在几个世纪了，不过最近才渐渐成为公众瞩目的中心。

私募股权投资从典型意义上来说，就是代表外来投资者拥有并投资一家公司，最终一般通过出售公司来取得投资回报（这被称为“退出”）的一种投资形式。退出的形式有很多种，其中也包括在证券交易所公开上市。私募股权公司拥有的资产就是被收购公司的业务，无论是生产产品或是提供服务，这和在公开股票市场上的情况一样（证券市场参见第二章）。私募股权基金只有在它们投资的公司赚钱的时候才能赚钱。和在其他大多数市场上一样，它们的目标就是低买高卖。

私募股权从业者从外来投资者（被称为有限合伙人）那里筹集到基金的大部分（基金经理被称为普通合伙人，自己也投入一部分钱，再加上部分借债筹措到的资金）。这些基金一般会投入几年，用于投资一定数量的企业（在这一章中，我们讨论的主要是在业务发展比较成熟的阶段投资）。等这些钱用完了，基金经理们就会开始下一轮筹资。基金经理是否能成功筹集更多基金取决于多个条件，其中最重要的是首个基金的表现。

说到私募股权基金投资的公司的数量和价值，并没有一个典型意义上的组合样式：每家基金都有它们自己的策略，它们通常（但也不是绝对的）在某个地域范围或特定行业范围内有自己偏好的投资类别。这类投资策略是相当宽泛的，一家基金“主要在欧洲投资（比如BC基金）”，甚至主要投资“欧洲、亚洲和北美的公司（比如CVC基金）”都是很常见的。总体上看，私募股权投资已经成为最热门的“另类投资工具”了，虽然其热度是最近一次经济衰退之后才被激发起来的。不管怎样，截至2012年年底，私募股权公司管理的资产估计有3万亿美元。

和公开证券市场相比，吸引私募股权投资的资产有一个特质，那就是它们通常遵循J型曲线效应。换句话说，这些资产的投资回报率在最初几年里多半是负值，要取得显著回报，一只基金平均的运行周期

至少要六年时间。[131]在那段时间里，投资者期待普通合伙人能为他们认为被低估的企业创造价值。因此，和公开证券市场相比，私募股权投资市场的流动性很差。

作为一种另类投资的选项，私募股权投资的特征是长期持有、透明度低、流动性低，而且聚焦在单项交易上。这些都和艺术品交易很像。可能因为这个原因，这个行业被2000年以来涌现出来的艺术品基金公司当作蓝本来模仿。

传奇的历史

20世纪80年代后期，通过杠杆收购（LBO）活动，私募股权投资作为一个名词开始引起大众的兴趣。这种活动通常涉及利用高于平均值的借债来进行收购。1990年出版的《门口的野蛮人》（*Barbarians at the Gate*）一书封底上说，1988年年底争夺美国烟草和食品集团雷诺兹-纳贝斯克公司（RJR Nabisco）控制权的战争，“已经成了80年代贪婪和权力交易的象征”。这句话对整个故事进行了生动的概括（《门口的野蛮人》一书还在1993年被拍成了电影）。

私募股权行业简单粗暴而且毫无同情心的形象被很多笼罩着巨星光环的著名私募基金经理强化了。特别是当他们进入战场，夺取上市公司的所有权，从而为其投资者（也为他们自己）创造回报的时候。在奥利弗·斯通（Oliver Stone）1987年的电影《华尔街》（*Wall Street*）中，迈克尔·道格拉斯（Michael Douglas）扮演的戈登·盖柯（Gordon Gekko）很好地诠释了这样一个“公司袭击者”的形象[戈登·盖柯在剧中很多强硬派的台词是斯坦利·卫斯勒（Stanley Weiser）写的，比如最著名的那句“午餐是给窝囊废吃的”]。盖柯不

但符合公众的想象，也符合那些2008年市场暴跌以前非常成功的新一代银行家和投资人的形象。

哪里有明星高管和贪婪的企业，哪里就有引人注目的消费和艺术品。奥利弗·斯通本人就是一个收藏家。在《华尔街》的续集，2010年出品的《华尔街：金钱永不眠》（*Wall Street: Money Never Sleeps*）中，盖柯拥有的一些艺术品是向纽约的索纳本（Sonnabend）画廊借的，其中包括一件让人印象深刻的安东尼·葛姆雷（Antony Gormley）的雕塑，以及理查德·普林斯（Richard Prince）《牛仔》（*Cowboy*）系列作品中的一件。[132]弗朗西斯科·戈雅（Francisco Goya）的《吞食其子的农神》（*Satan Devouring His Son*）的复制品也被用来制造一种戏剧化的效果[创作于1819~1823年间的原作现在陈列在马德里的普拉多国家博物馆（Museo Nacional del Prado）]。在现实生活中，跨国私募股权公司KKR（Kohlberg Kravis Roberts）的联合创始人亨利·克拉维斯（Henry Kravis，他在以250亿美元收购雷诺兹-纳贝斯克公司中一战成名）也是一个重要的收藏家。一本1990年出版的书中写到，当雷诺兹-纳贝斯克公司的高管罗斯·约翰逊（Ross Johnson）第一次见到克拉维斯的时候，在克拉维斯公园大道的公寓里吃惊地瞪大了双眼，“他想他在墙上看见了雷诺阿或者莫奈的画……他们在餐厅旁边的一处凹室吃饭，那里有一幅巨大的约翰·辛格·萨金特（John Singer Sargent）画的《第六代伦敦德里侯爵》（*The 6th Marquis of Londonderry*）”。[133]另一个20世纪80年代杠杆收购的传奇人物亚瑟·爱德曼（Asher Edelman），现在是瑞士一家当代艺术品博物馆（the FAE Musée d’Art Contemporain in Lausanne）的创始人，也向艺术界提供资金。据说戈登·盖柯这一角色收藏艺术品的爱好，灵感就是从爱德曼那儿来的。

一个更现实的好处是，私募股权投资为企业带来了一种能避开公开市场的密切关注进行融资，并为投资人带来收益的途径。更加制度化的私募股权投资市场的源头可以追溯到1945年3i集团的成立，那是

由英国的清算银行和英格兰银行联手建立的，是为了解决小企业长期资本短缺的问题。对私募股权投资来说，有一个背景是必须要记住的：“二战”后为了帮助振兴当时苦苦挣扎的各行各业，私募股权投资在全国范围内都是被大力提倡的。

不过，就像很多另类投资机会一样，2008年之后私募股权投资也受到了打击。那些私募公司做生意一贯的套路——用较低利率的借款来支持他们的投资组合，受到了银行日益收紧的贷款政策的直接威胁。投资者对所有资产，特别是那些高风险类别（包括私募股权投资）投资热情的降低，也加剧了这一影响。雪上加霜的是，那些被投资的公司自身的表现也在全球金融危机中遭到重创，各行业都差不多。而被投资公司最常见的退出路径——公开市场，也经历了金融危机带来的衰退。

位于布鲁塞尔的欧洲风险投资协会（European Venture Capital Association，简称EVCA）提供了业内最广泛而且能自圆其说的数据。他们发现，1980~2012年，1 416家独立私募股权基金（总共管理着3 930亿欧元的资产）的综合内部收益率（IRR）是9.26%，并购基金（buyout funds，而不是投资于早期企业的风险投资基金）是11.61%。[134]梅摩全球艺术品市场指数在那段时间的账面回报率是7.2%。[135]并购基金强劲的相对回报率（定期发放股息的公开市场股票的回报率在7%左右）掩饰了它们在2008~2010年期间糟糕的表现。EVCA 2012年的报告显示，根据汤森路透提供的数据，欧洲并购基金5年滚动净内部收益率（扣掉费用后，计算每一个年份前5年的收益率），从2007年顶峰时期的大于20%，跌到了2012年时的2.48%。这种影响在比较成熟的美国市场并没有那么显著，那里在20世纪90年代曾经历过一次戏剧性的登顶（风险基金的5年滚动净内部收益率从2000年的超过60%，跌到2006年时的-10%）。到2012年，回报率终于变成了正数，风险基金的回报是让人提不起精神的3.61%，并购基金是7.42%。在此期

间，根据梅摩有关重复销售的艺术品的数据，艺术品市场的整体回报率下跌3.3%。

到2013年，被视为英国私募股权公司行业旗舰的珀米拉集团（Permira），不得不宣布将它的第五个基金规模缩减至少1/4，从65亿欧元减至40亿~55亿欧元。2006年这个集团刚刚成立了欧洲有史以来最大的并购基金（111亿欧元）。同样是在2013年，另一个英国基金安佰深集团（Apax Partners）决定停止为它原计划90亿欧元的一只基金募集资金，美国普罗维登斯资本（Providence Equity Partners）也把基金规模从60亿欧元缩减到了50亿。

不过，我们必须注意的是，虽然私募股权行业的规模在缩水，根据EVCA提供的对比数据，也只有欧洲债券市场的5年回报率表现能超过私募股权市场1.64%的内部收益率。摩根大通的EMBI+（欧洲债券）指数5年期的内部收益率是13.64%。在公开证券市场方面，汇丰银行小企业指数（HSBC Small Company Index）的内部收益率为-1.14%，而FTSE欧洲指数的总回报率（大型和中等市值企业）仅为负数，是-0.06%。尽管投资大环境颇具挑战性，私募股权公司管理的资产，经德勤研究（Deloitte Research）量化计算后，还是达到了创纪录的3万亿美元。[136]必须注意的是，这个数字仍然只是全球估计约为200万亿金融资产的1.5% ，但比起2011年艺术品基金管理的9.6亿美元（根据德勤和艺术策略的乐观估计）还是多得多了。[137]

投资的本质

私募股权市场投资者的背景跟公开证券市场的投资者大体上相同，注意到这一点很重要。EVCA的记录显示，从2007年到2012年，私

募股权投资中25%的资金来自养老金基金，15%来自组合式基金（指那些只投资其他基金，而不是其他形式资产的基金），银行、保险公司和其他类型的资产管理人加起来占37%。私人投资者占少数，只有6%，家族办公室（为个人提供专业理财服务）占5.5%。

私募股权市场的投资壁垒比公开市场要高得多。供给（就每家公司接受的投资数量而言）有限，私募股权公司通常完成了它们计划募集的金额后就会关闭基金。由于在后续的基金中重复投资是受到鼓励的，私募股权公司喜欢挑选那些类似蓝筹股的投资人来增加自己在市场上的可信度。

另一个进入市场的高壁垒是投资的额度。大多数基金有个令人望而却步的最低投资额（一般来说是100万美元，但很多中到高级的欧洲私募股权公司要求1亿欧元），还要加上最多2%的管理费（由投资者支付给公司）。一旦基金投资达到了事先约定的最低回报率，基金经理们就有权分享超出的利润（称为附带权益，最多可高达20%），余下的部分归投资者所有。这种管理费加优异表现提成的费率结构通常被称为“2-20”法则（虽然这个酬劳中的“20”正在持续受到威胁）。

投资者提供一定数量的资金，这笔钱只是在基金存续期内（也被称为“提款期”）用来进行收购活动。这给投资者提供了相对的灵活性，也使得私募股权基金有别于传统的基金（特别是开放式对冲基金）。

对投资者来说，进入艺术品市场的壁垒也很高。在马斯特里赫特大学（Maastricht University）出版的报告中，瑞秋·坎贝尔（Rachel Campbell）写道，“这不是一个适合消遣型投资者的地方”。[138]她说的一点没错。进入这个市场需要一个初始成本。根据坎贝尔的估计，对于有意义的投资，加上经销商的利润或拍卖行的佣金，至少需要25万美元。被分掉一块利润未必只是直接投资艺术品才

有的必要成本，尽管经销商之间的约定和融资，比如拍卖行担保，采用的就是类似结构。仓储、保险、运送需要的费用，就相当于私募股权投资中那些跟法律和银行相关的费用。在艺术品市场，对客人进行甄选在顶级画廊圈子里是很普遍的做法，忠实而重要的收藏家肯定比新晋客人或者不知名的客人有更多优先权。

这两个市场居高不下的费用和佣金也反映出了更高的投资风险。进入艺术品和私募股权投资这两个市场，都好像是一脚踏进了未知世界，从此要专家来给你建议（艺术品）或帮你管理（私募股权基金）。作为长期投资，流动性是一个问题。你不能像在公开证券市场那样，明天就把钱拿回来。如果较真的话，你会发现私募股权投资的流动性比艺术品还差，因为你必须撤回合同，赔上一大笔钱才能把钱拿回来。而对于一件直接投资的艺术品，如果很快回到市场再次销售，你总有机会拿回一部分甚至全部的钱（如果你足够幸运，多出来的钱还足以支付交易费用）。

然而，通过私募股权投资得到的高于平均值的回报率显示了这种所有权方式的优势，也足以补偿随之而来的风险。对他们拥有或部分拥有的公司，私募股权基金的从业者们首先强调了自己的积极参与。在传统的基金管理行业，虽然投资者知道他们也可以理直气壮地要求架构改造，但他们很少那么做，而且这种情况一般只有在相关生意陷入危机的时候才会发生。

私募股权基金的所有者比公开证券市场基金的经理人更加事必躬亲。他们往往擅长运用金融手段（改变资本结构是标准操作），对运营的管理也一样很积极。很多主要的私募股权集团还有“运营伙伴”。这些伙伴大多有商业或管理咨询的背景，在企业被买下之后就成了其中固定的组成部分。至少有一个普通合伙人会进入公司董事会。私募股权公司和它的员工都是旗下基金直接的投资者，他们能得

到的酬劳主要建立在被投资企业的业绩上，这就给了他们更大的动力帮助企业更加富有成效。

当一家公开上市的公司转为被私募股权基金持有时，私人所有权最经常被提到的一个优点，就是公司能保持被长期持有的状态。公开上市的公司常常被诟病会根据短期结果做决策，因为在美国和欧洲它们每季度都需要向投资者出具报告，这个趋势也蔓延到了英国。重大的战略决策，比如卖掉公司的部分业务或者换掉整个管理团队，在短期内都有可能导致负回报。但我们前面提到过，私募股权投资对这种J型曲线效应是有心理准备的。

更审慎地对待不对称性

在以前章节中我们曾看到，因为其同质化的产品，公开证券市场的流动性较好，这也使得市场的透明度增加，股票的报价差（买盘和卖盘之间的差价）改善，整体交易量上升，并形成了一个良性循环。艺术品市场则与之形成了鲜明的对比，只有（很小）部分交易是公开进行的，买盘和卖盘之间的差价很大，交易量也很稀疏。由此看来，这个市场无法靠着实时信息长久地持续下去。类似地，在私募股权市场，可以找到的数据有限，质量低下，有时候甚至缺失，这些问题都严重地限制了定量工具的应用。[139]不过，在艺术品和私募股权投资这两个市场，生意都是靠一定数量的不对称信息驱动的。

2001年，经济学家约瑟夫·斯蒂格利茨（Joseph Stiglitz）在他的诺贝尔获奖感言中是这么说的，“简而言之，信息是货币经济的核心问题”。[140]斯蒂格利茨认为如果没有他所说的“信息瑕疵”，人们就没有理由进入一个没有投资或套利机会（利用价格机会获利）的市

场。[141]这个观点被（相对）早期的艺术经济学家威廉·格兰普（William Grampp）用在艺术品上，得出的符合逻辑的结论就是，“在一个信息流通顺畅的市场，（价值的）增长不会超过利率”。[142]

这种信息不对称性的逐步下降是私募股权投资没能重现往日荣光的另一个原因。特别是在市场的顶端投资机会不多，因为几乎所有公开上市的大市值公司如果没被买下的话，都被各大私募基金集团仔细研究并且游说过了。越来越普遍的情况是，即使是一家在市场上待价而沽的企业，私募基金集团也必须以价格优势去竞争，而不是行业的专长、经验甚至人脉。一旦出价最高者赢了，他们也就立刻面临着利润率的压力。EVCA的调查发现，处在中等水平的2.5亿~5亿英镑的基金（一共67家）投资回报率最高。再往下，虽然可能的回报更高，但同时投资机会也比较难找。2012年，KKR设立了两个针对小型投资者的基金（其中一个高收益基金，最低投资额度是2 500美元，这和KKR以往动辄上亿美元的基金没法相比）。[143]

由于海量信息的出现和越来越多参与者的进入，艺术品市场也在经历一个类似的模式。每当“发现”一个新的艺术家、地区或者是被低估的市场之后，价格越来越快地趋于稳定。

为了满足更倾向于规避风险和挑剔的投资环境的要求，同时鉴于它在养老金基金中的位置，私募股权行业开始面临更正式的监管，虽然它曾经得益于自我管理。特别是如果名下管理的资产超过3万亿美元，避开监管变得越来越困难。现在每个有知名度的私募股权公司的网站上都有关于“透明度”或“法规”的部分，因为这些公司越来越清楚地认识到，如果要保持对投资的吸引力，它们必须符合规范的要求。监管力度的加强已经是投资圈里的一部分了。自从2008年金融危机以来，所有看上去对经济有重要影响的行业都面临着更多的监督。这其中包括评级机构、对冲基金，还有其他另类投资管理行业。

这不是说过去私募股权基金对投资者来说缺失透明度，只是形式不太正式，它们不像公开上市的公司那样需要每季度提供绩效报告。定期的估值情况会提供给有限合伙人，而每个投资项目虽然最终是由普通合伙人决定的，但他们也需要在投资者群体中对此做出合理的解释。不过，他们估值的方法一般不会被质疑，而透露多少运营上的细节则是由各家公司的谨慎程度决定的。

现在，“是否要对私募股权行业进行规范”这个问题，已经被“怎样才能更好地规范这个行业”代替了。在美国，《多德-弗兰克法案》（Dodd-Frank Act，2010年成为一项正式的法律）表明，对公开证券市场进行监管的美国证券交易管理委员会，现在要求私募股权集团也进行登记，而且其中管理资金高于1.5亿美元的还要定期填写“PF表格”。在欧洲，《另类投资基金经理指令》（the Alternative Investment Fund Managers Directive）2013年7月开始实施，这使得对私募股权投资和对冲基金的要求提高到了与共同基金和养老金基金同等的水平。

虽然更严格的监管环境消除了一些不对称优势，但这无法挡住那些游刃有余的专家。一些像组合式基金那样的金融工具为它们的投资者提供了更多的流动性，让他们能以较低的代价进入私募股权市场，从而有助于形成一个有效率的市场，而且为私募股权基金带来了直接投资。同时，KKR和黑石（Blackstone，是全球最大的另类投资公司）自己也在纽交所上市，所以它们也开放给公开市场的证券投资。

目前主要为富人服务的艺术品市场规模很小，所以也就不太可能面临更正规的规范带来的负担和好处。不过正像我们所能看到的那样，这个市场不透明到令人望而却步的程度。这使得投资圈里的人没法将艺术品视作投资级别，因为他们甚至很难估算出所有物的净资产值。通过顶住压力拒绝公开某些信息，比如售出的艺术品的价格，或

是一件艺术品背后有多少相关利益，那些专业人士（某种程度上也是故意的）限制了这个市场里的供给和需求。

无论如何，这并没有阻止艺术品市场里的专业人士的努力，他们试图吸引从个人或机构那里涌入的另类投资领域的资金。艺术品是否真的能吸引外界的投资，同时又不需要遵守老谋深算的投资者所要求的投资程序还是一个有争议的问题，但我们必须向那些试图（或正在）那么做的人脱帽致敬。

创建艺术品基金

在诺亚·霍洛维茨（Noah Horowitz）2011年出版的著作《达成交易的艺术：全球金融市场中的当代艺术》（*Art of the Deal: Contemporary Art in a Global Financial Market*）中，有关艺术品投资基金的那一章很有见地。霍洛维茨目前也是纽约艺术节军械库展（The Armory Show）的总监，他在书中提到了“把现代金融理论移植到艺术品市场”的现象。[144]他对此的引述清楚地表明了在20世纪末和21世纪初，艺术品是被作为资产来看待的，这和之前是有显著区别的。那些在金融行业出道的高管们现在经常被发现活跃在艺术品市场上。[145]一些金融家在这两个分界线模糊的市场中声名大噪（尤其必须要提到的是，这也使得许多人开始考虑其他的职业选择）。

艺术品基金是个重要的例子。它们亦步亦趋地模仿私募股权行业，所以在它们之间做比较再合适不过了（这是相对于其他基金来说的，包括房地产投资信托基金、共同基金和对冲基金）。它们寻求外来的投资，募集到一定目标金额的资金之后就开始收购资产，并在多个艺术品细分市场进行操作。这些基金一般以5~10年为一个投资周

期，遵循“2-20”法则的费率结构，它们的目标内部回报率在10%~20%。

金融专业知识和老练的艺术品行家的结合体，很像私募股权市场中精通数字的分析师和运营管理专家的组合。艺术品市场固有的私密性和私募股权市场中一定程度的不透明也很类似。所有艺术品基金的投资理念，就是提供买卖艺术品可能得到的高回报的机会，同时免受这个市场古怪的特性带来的内在风险（再加上还可以降低投资并持有艺术品的成本）。

霍洛维茨对艺术品基金行业的历史进行了深入的挖掘，其中包括对金融家安德烈·勒维（André Level）1904年在巴黎成立的熊皮艺术品俱乐部（La Peau de l'Ours）的生动描述，那可能是世界上第一家艺术品基金。成立10年后，这个俱乐部13名成员已经赚了初始投资的4倍之多。[146]这个俱乐部看上去很突出不仅因为它是艺术品基金最早的先例，也可能是最后一个成功的例子。

1974年英国养老金基金决定开始投资艺术品，这是霍洛维茨分析的另外一个机构大规模投资的例子。这个基金在艺术品上分阶段投资了4 000万英镑，而到2000年年底产生的真实回报只有4%。关于这件事情，伊恩·罗伯森（Iain Robertson）和德里克·钟（Derrick Chong）2008年编辑的《艺术商业》（*The Art Business*）中收录了一份有价值的一手报告，作者是基金顾问杰里米·埃克施泰因（Jeremy Eckstein），他目前是艺术品电子交易企业ArtBanc的总监。[147]

艺术品基金行业是在私募股权市场繁荣之后出现的。德勤与艺术策略认为第一波相关企业兴起于2000~2005年。[148]这其中包括美术基金，它算是业内少有的还算成功的例子；由前美林银行家布鲁斯·陶波（Bruce Taub）创办的菲门乌德（Fernwood），2006年结业；还有

荷兰银行（ABN AMRO）的组合式基金，它从来没能找到足够多的艺术品基金可以投资。

在2005~2008年的第二阶段，基金们试图在快速增长的当代艺术市场中捞点好处，特别是在那些新兴国家，这进一步提高了投机的热度。这其中大部分参与者在2008~2009年艺术品市场暴跌之前都没有业绩记录，也没能挺过去。伤亡名单中包括2009年结业的欧斯安（Osian's），它专门投资当代印度艺术品并曾经许诺30%~35%的回报；还有瞄准新兴市场的子午线艺术伙伴基金（Meridian Art Partners），它开业刚刚一年，也在2009年结业。

从那以后，也有一些艺术品基金偶尔来试试水，在中国有几个那样速兴速灭的例子，但再也看不到早期那样的激情和野心了。我们还是应该注意到，虽然美术基金没有发展到它最初计划的那个规模（它的目标曾经是管理3.5亿美元，实际上它2013年募集了1亿美元的基金），而且迄今为止也没有产生两位数的回报，但它已经成功地发行了5只基金，而且2014年至少还有一只在筹备中（根据霍夫曼的说法，是“重量级的”）。

市场上到底存在多少艺术品基金这个问题很难回答，这也说明了作为一种金融工具它还在初创阶段。这个行业内相关数据的持续缺乏也进一步表明，它距离发展成熟还有很长的路要走。2009年专业顾问公司艺术资产管理（Fine Art Wealth Management，简称FAWM）的一个记录成了艺术品市场的头条新闻。记录中说，在2008年雷曼兄弟投资银行垮台之前市场上有超过40只艺术品基金，而在那之后只剩下了20只。它们中有很多在金融市场暴跌前没几年才进入市场，这个时点对它们的事业显然没什么帮助，因为它们很少有良好的业绩历史。

德勤与艺术策略估计从那时候起到2011年年底，艺术品基金和艺术品投资信托基金大概有44只。据说其中21只是在中国成立的（相关

数据很少），而且其中好几家开张不久就结业了。霍洛维茨说他书[149]的附录中列出的36只基金中的10只，在书出版前两年的2009年就结业了，在2013年又有7只难以为继。截至2013年年底，最乐观的估计也只有15家还在运行。

当然，还是有越来越多的艺术品基金加入这个行列，虽然它们缺乏活力和开创性。这些新出现的基金——包括莫斯科的费拉托夫家族艺术基金（Filatov Family Art Fund），主要是针对私人收藏的投资工具，在未来某个不确定的时间点也可能向外来投资开放。前银行家赛奇·帝豪奇[Serge Tiroche，他的艺加基金（ArtPlus Fund）是艺术品市场暴跌的牺牲品之一]和律师罗斯·德连（Russ DeLeon）在2011年建立的帝豪奇·德隆（Tiroche DeLeon），有着更成熟的追求。但截至本书写作完成之时它仍然没有完全开放给外来投资，所以除了作为收藏，它成功与否目前还很难衡量。

这么多艺术品基金失败背后的原因，已经有不少说法了。必须说明的是，对市场中的一部分经销商，这并不完全是件让人不愉快的事，因为他们一向把艺术品基金视为竞争性的威胁，再加上他们认为这些参与者仅仅是快速地倒手艺术品，对市场是有害的。纳赫玛·梅塔（前文中提到过纳赫玛·梅塔早先为私募股权公司工作，现在经营着艺术品租赁公司伦巴艺术）在她颇具分析性的硕士论文中指出，艺术品基金失败的原因主要是“限制过度的基金结构，使得它既没有能力保证实现投资目标，也没法对抗经济萧条”。[150]霍洛维茨相信不祥之兆从一开始就在那儿了，“克服相互冲突的利益关系，管理投资风险并取得回报本来就是很难的”。[151]

这两种评价听上去都有道理，尤其在这样一个环境里，投资者承诺投资之前，需要了解其流动性、风险管理、监管和良好的业绩记录。在此之外我们还要考虑到，用艺术品基金中的投资作贷款押品的可能性还有待实现。我们可以看到，用艺术品作押品已经被限制在很

狭窄的范围内了，而说服银行为一项二级市场的投资做抵押贷款（理论上来说应该更有吸引力）目前就更是一个大问号了。在房地产市场，房屋抵押贷款诱人的利率和从二次抵押中获取资金的可能性，是这个市场吸引投资者的重要因素。虽然不像过去那么容易，私募股权投资也可能用来申请抵押贷款。缺少这方面的优势加剧了艺术品基金的小众化和低流动性，这是由相关资产的属性造成的。连美术基金的创始人霍夫曼都说，“我不会把艺术品归入资产类别。但是如果你有经验丰富的专业顾问，这确实是一个有趣的赚钱方式”。[152]

去掉“嗜好性投资”中的嗜好部分

霍夫曼的评论解释了最近艺术品基金并未大红大紫的重要原因，也解释了他自己的集团表现相对良好的原因（需要指出的是，这在很大程度上是建立在口碑、霍夫曼个人的专业判断以及美术基金仍然存在这个事实之上的）。

家族办公室（Family Office）本质上是具有一定规模的私有财富（虽然1亿美元也并不罕见，但大部分都低于这个数字），自己进行像基金那样的专业管理。2013年在一份关于家族办公室的调查报告中，FAWM发现投资行为中的一个变化直接影响到了艺术品基金，“在经历了经济危机带来的严重影响之后，从2009年起家族办公室对直接投资显示出越来越浓厚的兴趣”。[153]这个发现部分来自宾夕法尼亚大学（University of Pennsylvania）的沃顿全球家庭联盟（Wharton Global Family Alliance）的研究，部分来自西班牙纳瓦拉大学（University of Navarra）IESE商学院2009年一份报告中的分析：

“很多投资者的一个合理假设是，你把越多的业务外包给最好的专业人员而且雇员越少，你的业绩就会越好。我们吃惊地发现事实正好相反：单个的家族办公室直接控制的部分越多，参与的人员越多，它的表现也越好。”[154]

作为新旧财富的集合所在，家族办公室的重要性不容低估。波士顿的一家金融服务研究公司切鲁里联合公司（Cerulli Associates）估计，全球大概有6 000家单个和复合型的家族办公室（其中一半在美国）。截至2011年年底，仅在美国的那些就管理着1万亿美元的资产。[155]

投资者们决定将投资策略转向更为直接的途径，部分是为了应对他们的资产在一个黯淡的经济环境中令人失望的回报率（特别是对冲基金），部分也是因为最新一代富有阶层中的很多人都是在金融行业发家的，所以他们有着较为老练的投资理念。直接投资让他们拿回了控制权，这种去中介化（摆脱中间商）的情况在各个行业都很普遍，是21世纪信息流通更加顺畅的一个副产品。这也是家族办公室以外的一个普遍现象：2012年年底，牛津大学捐赠基金（管理着15亿英镑的资产，其中有2亿英镑是私募股权基金）投资负责人桑德拉·罗伯逊（Sandra Robertson）在一次年度高层会议上的演讲据说把私募股权行业的一些团体吓坏了，因为她说，“我们需要证据证明在私募股权领域投资需要的时间和财力是值得的（原文如此）。想要进入我们的投资组合，你必须自己努力争取”。[156]

这种更积极的投资风格也许对艺术品有好处，但对艺术品基金却肯定不会。综合来看，对艺术品的所有权会带来经济利益之外的回报。对那些真正喜欢欣赏和持有艺术品的人来说，让第三方帮忙购买和保管会剥夺这种乐趣。就算这种吸引力不完全和审美相关，拥有艺术品带来的社交上的好处，从被邀请去参加迷人的私人晚会，到名字

被挂在公众博物馆一侧的建筑上，也需要通过直接购买才能获得。简而言之，如果去掉“嗜好性投资”中“嗜好”的部分，留给你的就只剩下投资数据了，那最多只能说是勉强过得去。

不过，FAWM的调查报告显示，“直接投资的问题在于其专业能力的强弱和需要承诺的时间长短，一般的家族办公室需要有一个内部团队，或者外包给艺术品市场的专业人员”。[157]虽然得出这种结论有谋求私利之嫌（FAWM正是一个提供艺术品咨询的公司），但想要掌握控制权需要花费的时间确实比大多数家族办公室的领导人愿意投入的要多，特别是在他们不太有（甚至根本没有）经验的艺术品市场。

有头脑的艺术品基金经理就把他的脑筋动在了这些地方（同样的大环境也帮助催生了一群各具特色的独立的艺术品咨询顾问）。美术基金经理就是这么做的。他们通过和一些私人银行（他们为家族办公室提供大量服务）建立联系，发展出了他们称之为艺术品投资组合管理的服务。那些银行包括瑞士的瑞意银行（BSI bank）、桑坦德银行（Santander）的私人银行部门，2004年以后又加上了阿联酋国民银行（Emirates NBD）。这些银行提供的基本上就是一种顾问服务，霍夫曼说虽然集团仍然可以遵循“2-20”法则对此收费，但也不介意更加灵活一点地处理这种收费结构。[158]不需要直接管理其他人的钱节省了大笔的成本。看上去这个领域为美术基金提供了更可靠的收入来源。

私人银行和独立的艺术品咨询顾问也纷纷开始提供增值服务，这个曾经是艺术品经销商保留地的领域目前看上去就像一个竞争激烈的战场。众多选择会宠坏现存的和潜在的艺术品持有人，费率也很可能会随之下降，适者生存才是最重要的。

像私募股权公司那样的经销商

与投资基金相对应的参与者中，数量最多的不是以投资基金为模板建立起来的艺术品基金，而是私立的艺术品经销商。二级市场卓有名望的大牌画廊就好比普通合伙人，因为它们会购买一系列艺术品并以更高的价格卖给收藏家。不像在私募股权市场，收藏家是直接拥有这项资产的，不过他们也许是无意间成了画廊的有限合伙人，共同提高画廊的声望，这会为他们的资产提供令人满意的（也可能不是）来源记录。作为回报，他们对画廊的其他藏品享有优先权。

这个类比用在一级市场那些对艺术家及其作品进行投资的经销商身上就更合适了。他们不仅仅是通过寻找供给和刺激需求来获利，他们还会为信赖的艺术家提供增值服务。一级市场经销商的日常工作除了代理销售艺术家的作品，还包括为艺术家、艺术家的作品和画廊本身增加声誉。这些画廊可以被视作“孵化基金”的对等物。孵化基金是私募股权基金中的一类风险基金，用以帮助初始阶段的企业发展潜能。被孵化的那些企业最初阶段基本上是不可能产生收益的，而基金的任务就是帮助它们成为独立的企业，就像一级市场的经销商（在通常情况下）会帮助艺术家及其作品慢慢达到二级市场的标准。一级市场的经销商在其中都有自己的利益，就像私募股权公司的员工会购买投资目标的股份，他们会把利润再投资到画廊，同时也保证自己声誉完好（以吸引艺术家和收藏者）。

一级市场有限的利润促使很多经销商也参与二级市场的生意。对外来的投资者来说，这个市场的微妙之处不在于一级市场经销商是如何培养他们代理的艺术家的，而是他们操控市场的方法。首先，只有少数几个能“创造价值”的经销商控制着一级市场（由此导致的对他们操控市场的指责就很容易理解了）。其次，他们也不总是以最高价出售手头的艺术品，有时售价甚至还低于与艺术家声望相称的价格水平。奥拉夫·维尔修斯（Olav Velthuis）的博士论文是关于价格在艺术圈里的多种用途的，在以此为基础出版的书中，他写道：

“为了限制艺术品将来被再次出售或作为投资的可能性，交易商会试图降低它们的流动性：他们会在拍卖和画廊的名流客人圈子之间划分道义上甚至半合法的界线，以防止套利的发生。交易商的这种行为可能是出于一个狭隘的经济视角，但考虑到他们的目的是推广艺术家并保证价格的长期稳定，这么做还是明智的。”159

追求长期稳定的价格是否真的是他们的目标（或者会不会真的有效）还存在争议，特别是考虑到很多经销商在艺术品市场21世纪初的繁荣中赚得盆满钵满，而且让其艺术品的价格涨到了看来没多少道理可言的水平。不过确实存在着一个被认同的收藏者的小圈子，而经销商出于自己的利益也希望和他们保持一致。此外，保持艺术品收藏的神秘性，使之成为一个只有眼光最敏锐的人才能进入的纯净的小圈子，艺术品市场的参与者们就能因此增加自己的受欢迎程度（当然，他们本来就已经在一个排外的小群体中了）。

在任意一个场合，一系列不成文的规矩使得经销商们能主要根据自己的利益控制一级市场。比如有一种说法是，为了证明自己在收藏方面做出的努力，私人藏家任何时候都不应该出售藏品。广告业高管查尔斯·萨奇（Charles Saatchi）是一个很好的反例。他是一个知名的艺术品收藏家，在几十年的时间里也是年轻艺术家们重要的赞助者，特别是一个被称为“青年英国艺术家”（Young British Artists）的艺术运动，几乎由他个人一手扶植。不过他不但买入艺术品同时也出售，特别到他晚年的时候出售得更多（艺术品市场的很多供给就是这种趋势带来的，因为富人们这时候要开始考虑遗产问题了）。

画廊希望他们的买家能通过他们再次出售（这当然是让他们一直有生意做最方便的途径）。与此同时，萨奇常常从画廊买进不那么有名的年轻艺术家的作品后在短期内就再次出售，而且往往通过拍卖取

得了不错的利润——这些行为都是画廊看不惯的。2013年他把两件赫尔文·安德森（Hurvin Anderson）的作品拿去拍卖，那是他2010年在伦敦代理这位艺术家的一级市场画廊买的，价格接近该艺术家作品在当时的拍卖中取得的97 000英镑的纪录。而在2013年2月，其中一件拍出了229 250英镑，另一件在6月拍出了302 500英镑。拍卖行（在这个例子里是苏富比）把这个重要客户的两件拍品都安排在了它的明星夜场拍卖，这类场合通常会吸引拍卖行最高端的客户群体的注意，所以这项安排本身就等于给了这两件作品一个认证标志。

有一种观点和奥拉夫·维尔修斯的观察一致，那就是那些作品价格上涨太快（在若干个月内涨到原来3倍那么多）的艺术家，很快就会尝到被估价过头的苦果。经销商为他们在拍卖中购买自己代理的艺术家作品辩解说，他们这么做正是为了重新掌握对价格的控制。不过，经销商此举最多只能防止一件作品因竞价太低而流拍，因为如果竞价高上了天他们也没什么办法去控制（而且因为他们会是高价直接的既得利益者，他们是否真的想去控制价格也令人存疑）。这有助于让他们代理的艺术家作品保持一个高得不现实的公开价格基准。

对一个艺术家作品的市场表现究竟是在管理还是在操控，中间只有一条很细微的界线。很多人都主张应该有一条更清晰的界线。经济学家艾莉森·施拉格（Allison Schrager）2013年在在线商业新闻媒体——石英（*Quartz*）的一则标题新闻中说到，“高端艺术品市场是全世界受到最多暗中操控的市场”。[160]布鲁斯·陶波的艺术品基金菲门乌德的前任首席财务官迈克尔·普拉默（Michael Plummer），2006年曾经在基金突然倒闭前对《金融时报》的记者说，在艺术品市场，“管事儿的还是一小帮业内人士。这种情况导致了外部的资本不敢进入”[161]（普拉默目前作为联合创始人管理着艺术品咨询公司——Artvest）。

正如萨奇的案例所反映出来的，在这种缺乏效益的市场环境中最大的获益者就是那些大牌拍卖行，这让那些当初营造了这个环境的经销商们懊恼不已。通过让出价最高的人赢得竞拍，拍卖行一方面消除了画廊那种“候补名单”式的待客之道，吸引了那些被挡在画廊登记册之外的买家；另一方面如果卖家改变主意想售出的话，也可以通过至少是最透明的（可能也是最有利可图的）方式来进行。而且，它们收取的佣金在整个市场内最高这一点已经考虑在内了。

在近年来增长最快的中国内地和香港地区艺术品市场，这种从经济角度来说更正常的办事方法已经让拍卖行尝到了甜头。克莱尔·麦克安德鲁发现，尽管流拍率高达53%，2012年中国市场上仍有超过70%的艺术品交易是通过拍卖行完成的。[162]艾莉森·施拉格说，在中国50%的艺术品一级销售是通过拍卖进行的，尽管拍卖行在历史上是不涉足艺术品一级销售这个领域的。

拍卖行用自己的利润进行投资的一个领域是其增长中的私洽业务。苏富比和佳士得目前都有好几个实体画廊，就在它们各个区域总部的拍卖大厅外面，和其他独立的经销商在一起。通过这些画廊进行的一级市场销售算不上常态，但至少已经出现了。同时，艺术品收藏者更多地意识到自己的购买行为可能造成的经济影响，因此开始追求更多的控制权。正如私募股权公司和对冲基金公司为求生存不得不收起一些傲气（可能还要砍掉利润），经销商同样可能不得不采取更接地气的运营方式以防拍卖行抢走更多的市场份额。从长远来看，这对艺术家是最有好处的，他们不但需要有人代理，也需要作品能卖出去。

结论

作为公开证券市场的另类投资选择，私募股权市场虽然最近受到了经济萧条的影响，但一直以来都提供了更好的投资回报。这个市场的低流动性、宽松的监管以及低透明度这些特质，加上准入门槛较高，证明了与之相似的艺术品市场的那些特性并不一定会妨碍艺术品成为一项资产，只要回报足够抵消风险。几个世纪以来，经销商们在这样的驱动力下茁壮成长，说明在这样一个环境里，个人的技能和经验能做成最好的生意。

当然，这种状况在某种程度上也暴露了艺术品市场根深蒂固的缺陷是如何使其很难转变成一个制度化的行业的。艺术品市场相对较小而且不那么重要，私募股权基金引进外来投资和利用债务市场的能力在这里基本发挥不了作用。艺术品基金迄今为止的表现差强人意，它们中的许多甚至没能引起外界真正的注意就可以证明这一点。

与此同时，艺术品基金着重强调艺术品是一种资产这一观念，这样一来就把它的受众范围扩大到了那些更多是被经济利益驱动的人群。这类投资者在进入所有市场的时候都显示出了更直接的意图，而且对他们来说，投身艺术品市场还能给他们带来可观的非经济性利益。这进一步打击了艺术品基金作为投资工具的有效性。目前市场上只剩下为数不多的几家艺术品基金，而它们的运营模式也离模仿私募股权基金越来越远。在竞争激烈的市场中，这几家基金主要是为那些更小的单个艺术品投资组合提供管理和顾问服务。

必须要记住的是，私募股权基金带来了那些在市场上苦苦挣扎着的企业需要的东西——投资（看上去公开市场没能完全满足这些需要）。它们可以改善购入企业的经营状况。艺术品不是能够产生收入的资产，所以没法用类似的方法改善。不过，在艺术品一级市场，经销商可以帮助他们代理的艺术家提高作品的质量，随之也提高艺术家的声誉——这和那些帮助新企业的孵化基金的工作模式很相像。不过话说回来，“质量”和“声誉”都是无形的概念，艺术品的一级市场

是一个非常不稳定而且未被证明的领域。所以，投资成本也应该随之打个折扣。这一点经常被忽视，因为在一级市场一些有影响力的中间商有能力按照自己的意愿设置和控制价格。



第七章
艺术品和奢侈品



名牌就好

奢侈品——除去那些适合收藏的类别，比如古董手表、古董车和珠宝，大多不能用对本书中其他资产那种方式来讨论。这一章讨论的是那些被称之为“个人奢侈品市场”里的高端名牌产品（时装、香水、配饰、手表、珠宝和其他配饰），主要的着眼点不是作为投资

品，而是用于研究奢侈品这个行业，并通过它们去理解当代艺术品市场的驱动因素和潜力。这两个市场潜在的形象特质很相似，不管是通过设计师还是艺术家，都成功地实现了不断细分的品牌承诺。

在奢侈品上花一大笔钱很少是出于投资的目的。谈到买了一个2 000美元的手袋时，一个顾客可能会用“投资”这个词，那不是因为这个手袋会升值（虽然有些像爱马仕的铂金包那样稀有的手袋真的有二手市场），而是说那会让她在接下来的10年少买6个品质略逊一筹的其他手袋。不过一般来说，奢侈品的必要性是有限的，一旦穿上或开始使用，它的价值就会渐渐流失（依云矿泉水是个极端的例子，它显然比它的原料贵了很多，可一旦喝了就不值钱了。它不像葡萄酒那样会愈陈愈香，放太久了还会变质）。

不过，在任何价格和利润达到一定水平的行业——也就是能吸引那些高净值个人财富的地方，就会发展起一个围绕着那些“想要但并不需要”的产品的市场。2012年全球个人奢侈品市场估计在2 800亿美元左右，[163]是艺术品市场的4倍还多，而且这还不包括广义上的奢侈品（比如汽车和游艇）和经验型奢侈品消费（比如顶级美食、葡萄酒、度假产品和艺术品）。这个市场的兴旺程度和财富的增长直接挂钩：根据经验法则，奢侈品消费的增长一般是全球GDP增长速度的两倍，所以其消费热点都在那些财富增长最快的国家。

目前富有的一代，无论是精英阶层还是有满怀热情的富裕阶层，对品牌的反应都很强烈。不管是苹果电脑还是劳力士手表，曼联还是达明·赫斯特，人们通常在被告知其价值的时候觉得比较放心。造成这种情况的部分原因是全球化和科技进步带来的碎片化和信息过载。对一种能盖过所有嘈杂干扰的普遍价值系统（最好是快速的、简单的、便于识别的）的需求日益增长。

现在的奢侈品领域已经被“品牌”接管，而“产品”本身已经变得无足轻重，这也是当今全球艺术品市场的主导力量。就像奢侈品的拥护者们宣扬的“时尚可不仅仅是布料”，[164]参加艺博会（21世纪最为流行的艺术品鉴赏活动）的行为可能和艺术也没多大关系。就像世界各地的时装周那类“参加就是为了被看见”的活动，主要的国际艺博会（弗里兹和巴塞尔）更像是一个观察人群、发现社会名流和社交的地方（特别是在艺博会外围的活动上），当然人们还能飞快地瞄几眼艺术品。

不过，在奢侈品市场，虽然产品本身不能产生利润，那些销售它们的企业却可以，而且能创造相当充裕的现金流。时尚行业的产业整合虽然一直是个有争议的话题，但这么做有助于降低成本并把品牌推向全球。投资者主要是通过股票的公开发行进入这个市场的——主要的奢侈品集团都是在全球范围内的证券交易所公开上市的公司，包括酩悦·轩尼诗-路易·威登（LVMH）、开云（Kering）、历峰（Richemont）这三家最大的品牌巨头。可能会让很多人感到吃惊的是，像这样一个以观念和市场营销为价值驱动力的行业，近年来运行得相当成功，甚至能和证券交易所竞争投资者的注意力。[165]

一个让很多人感兴趣的重要特质，就是即使在我们记忆中最糟糕的经济危机时期，奢侈品市场也获得了增长。最富有的那群人财富的持续增长，以及美国和西欧这些传统的中心之外发展起来的新兴的精英阶层，都对此提供了支持。值得注意的是，虽然2010~2011年炫耀性消费的暴涨很快就冷下来了，但2012年下半年奢侈品的销售增长还是平均达到了10%。[166]与此相比，同期富时100指数的涨幅是4.1%，标准普尔500指数涨幅是3.5%，而且奢侈品集团都是这两个指数重要的组成部分。相对来说，奢侈品集团的运营情况还是很不错的。就算是被市场不确定性因素困扰的欧洲奢侈品领域，根据“奢侈品消费的增长是

GDP增长速度的两倍”这一理论，2013年做出的未来5年展望里还是预计了一个平均6%~7%的年增长率。[167]

超级富豪持续增长的财富和新兴市场的良性参与，使得奢侈品和艺术品市场度过了本来可能出现的漫长的低潮阶段。在这里观念又起了不小的作用，深谙市场营销之道的拍卖行和经销商很快就开始鼓吹艺术品也代表一种“价值储存方式”，就好像黄金在动荡的投资环境里起到的作用一样（参见第三章，艺术品和黄金）。但现实是，艺术品市场的利润率仍然很有限，而其中那些参与者，不论是主要的拍卖行还是艺术院校的毕业生们，都在疲于奔命以维持现状。艺术品市场高度分化的现状、性质独特的产品、高昂的成本，以及对少数富有的支持者一贯的依赖性，都使它的前景看上去很不乐观。不过如果说它曾经试图模仿葡萄酒市场但没有成功的话，它唯一可以增加供给的当代艺术那部分细分市场已经开始效仿奢侈品市场了，而且有人认为它确实能从中学到点什么。

碰撞的世界

在全球金融危机最初的几年，当代和现代艺术品市场与奢侈品市场相似，经历了一个和宏观市场没有太大关联性的阶段。经过2008年后6个月的暴跌之后，情况开始好转。到2010年年底，横跨各个品类和时代的顶级收藏品，在拍卖会上创下了一系列令人吃惊的记录：10月29日，苏富比在亚洲的葡萄酒拍卖连续第11次达到100%成交率，拍品中包括以每瓶232 692美元成交的3瓶1869年的拉菲（拍卖前估价仅为5 100~7 700美元），这是有史以来拍卖价最高的葡萄酒；11月4日，劳伦斯·阿尔玛-塔德玛（Lawrence Alma-Tadema）的《寻找摩西》（*The Finding of Moses*，1901-4）在苏富比拍出了3 590万美元，令

整个市场大跌眼镜（这幅作品在1995年曾以280万美元出售，而且2010年时的拍卖估值也不过500万美元）；11月16日苏富比在日内瓦的拍卖中，英国经销商劳伦斯·格拉夫（Laurence Graff）以4 600万美元拍下了拍卖中迄今为止最贵的珠宝，一颗24.78克拉的稀有粉钻。同年，已经拥有了波士顿红袜棒球队的美国公司新英格兰体育风险投资公司[New England Sports Ventures，现在叫芬威体育集团（Fenway Sports Group）]，完成了对利物浦足球俱乐部的收购，而卡塔尔控股（Qatar Holding）买下了哈罗德百货公司。争抢战利品成为一种风尚。

奢侈品公司和艺术圈的合作也有上升趋势。《艺术新闻》（*Art Newspaper*）2012年的“艺术品和奢侈品”报告中列出了这两个分界模糊的领域之间32个主要的合作项目（基本上都是和当代艺术），[168]这种合作也是莱德伯里研究所（Ledbury Research）2013年4月的详细报告中提到的奢侈品行业的八大主题之一。分析报告里写道，“奢侈品有很多特性，但最重要的是它的历史、美感和外在表现形式，而这些也正是构成艺术世界的基石”。[169]时尚界却不愿有过度利用创意领域之嫌，1996~1997年在美国大都会博物馆办过的克里斯汀·迪奥展（Christian Dior，它本身就是这两个领域高调的汇合点），其目录上的导言确立了时尚的艺术地位，“（迪奥的）预见性明显就像一个艺术家，它阐述的宏大而意味深长的审美议题只有等后世才能解决了”。[170]

对那些同意时尚和当代艺术之间界限模糊的人来说（许多人至少在公开场合会保持旗帜鲜明），问题是谁更需要谁。艺术行业人士坚信，针对大众市场的奢侈品领域需要在它们的戏法中加进艺术的精英特质；而时尚界人士认为，如果缺乏只有奢侈品业者才能带来的形象塑造能力和对市场的影响力，艺术的藤蔓终将枯萎。这两种说法都有一定的道理，但从商业的角度来看，两个行业都从这种合作中得到了

好处。日本艺术家村上隆（Takashi Murakami）为路易威登设计的色彩明亮的樱桃包这一个产品系列，几乎拉动了公司2005年第一季度销售额两位数的增长；[171]同时，另一个和时尚界关系密切的日本艺术家草间弥生（Yayoi Kusama）从2012年开始和同一家时尚公司合作以来，她色彩亮丽的新作品据说价格翻了一番（从100万美元到200万美元）。

不过，这种合作看上去在某些时候给时尚行业带来的更多还是战略上的优势（而带给艺术圈的则是资金和宣传）。1997年《时尚》（*Vogue*）杂志美国版的总编安娜·温图尔（Anna Wintour）告诉《纽约客》（*New Yorker*）杂志说，路易威登“在这之前没什么时尚特质，也没什么地位”。[172]路易威登之后对品牌进行了认真的再造工作，完成了和艺术的合作。其他在形象中加入艺术元素的奢侈品品牌包括巴宝莉（Burberry），2012年它在伦敦皇家艺术学院（London's Royal College of Art）设立了一个奖学金；周仰杰（Jimmy Choo），和艺术家合作设计鞋子；还有卡尔文·克莱恩（Calvin Klein），和纽约的新当代艺术博物馆（New Museum of Contemporary Art）合作，2012年在韩国举办了已故的媒体艺术之父白南准（Nam June Paik）的纪念展。

当代艺术品市场通常也会避开和时尚行业的比较这个话题。如同把“金钱”和“艺术品”放在一起，把时装手袋和艺术品搅成一团也显得很粗俗，并且也被视作对一种智力水平更高的无形的创造力的侮辱。这被看作是“高雅艺术”的大贬身价——时尚界对于这个观点毫无疑问不屑一顾，而且一直在努力，希望得到认真对待。

造成这种局面的部分原因大概是没有把同类事物拿来做比较。这两个市场都有所谓的“高端”和“低端”之分，如果你把奢侈品市场上的低端产品，比如一瓶洗发水或矿泉水，和当代观念艺术家约瑟夫·科苏斯（Joseph Kosuth）或布鲁斯·瑙曼（Bruce Nauman）做比较

的话，这中间的差距就大得荒谬了。这也是用来避开将两者类比的巧妙办法。不过，如果把达明·赫斯特的重要作品《圆点》系列（*Spot*，这个系列中最早的几幅作品评价最高），和路易威登高级定制手袋相比就显得有说服力，而且能引发对二者差别的讨论，比如价格（前者值50万美元，后者在7 500美元左右）、想象力、创造概念之类。

事实上许多艺术家和经销商至少乐于接受时尚行业在市场营销方面的知识，因为这对艺术品市场的未来发展很可能是个有用的工具。艾曼纽·贝浩登（Emmanuel Perrotin）是位有影响力的经销商，除了巴黎的旗舰画廊，2013年他也在香港和纽约设立了分支机构。他代理的几位艺术家和时尚圈都有合作。其中包括村上隆，2002年他接受了路易威登当时的创意总监马克·雅各布（Marc Jacobs）的邀请并与品牌合作至今；还有美国艺术家丹尼尔·阿尔轩（Daniel Arsham），他2011年在纽约和米兰为克里斯汀·迪奥做了橱窗装置作品。贝浩登相信，虽然有人不喜欢艺术家和奢侈品行业的合作（他称之为“进化”），但很多专业人士都对此都表示赞许。[173]迈克尔·艾墨格林[Michael Elmgreen，贝浩登代理的另一位艺术家，艾默格林与德拉塞特两人组（Elmgreen & Dragset Duo）之一，也和路易威登有合作]说过，“艺术家和时尚公司合作是为了获得更多受众”。[174]

不管怎样，全球化的增长和新型顾客的出现给这两个行业都带来了戏剧化的冲击，这不利于小企业的发展，还有不少人认为对创意的过程也有负面的影响。

丹娜·托马斯（Dana Thomas）是《奢华概论：奢华是如何失去光芒的——审慎地看待过去50年间时尚行业的变化》一书的作者，她在书中写道：

“我们今天知道的大多数奢侈品公司都是至少一个世纪前，由一个售卖漂亮手工制品的私人小店发展而来的。今天虽然那些公司还冠有创始人的名字，但它们中的大多数都是由商业大亨们拥有并经营的。它们在过去的20年中发展成了身价亿万的企业，品牌遍布全球。它们的门店成群出现在城市中心街区、机场、购物中心……”[175]

这种怀旧情绪，特别是对过去那种质朴生活及其造就的“漂亮的手工制品”的怀念，表达了对现在过度商业化趋势的对抗，这和今天当代艺术品市场的感伤情绪是一致的。就像在很多其他的创意产业中，中小型私人作坊渐渐败给了多地连锁的大型画廊，它们和那些奢侈品门店开在同一条街上，而且很容易就能生产出大量高端的品牌产品。越来越普遍的是，这类视觉艺术品还能定制（考虑到潜在客户对尺寸、色彩、主题的偏好），艺术家们更像是设计师，只要构想出一种风格和概念，余下的单件作品的制作就可以靠普通工作人员来完成了。

当丹娜·托马斯谈到从20世纪80年代后期开始随着奢侈品集团前进的脚步被慢慢吞噬了的“手艺”和“工匠”时，她用的口气和艺术品市场上那些经销商是一样的。他们把自己描述成他们代理的艺术家“天赋”的“保护者”，只有他们才能帮助这些天赋结出美丽的果实（并且被写进美术史里）。可以肯定的一点是，在从鲜明的个性特征转向品牌社会的过程中，有很多东西消失了，特别是有独创性的艺术。不过当站出来哀悼损失的是经销商那样的中间人的时候，我们就只能半信半疑了。如果艺术家不需要被“培养”，这个用来创造、激励、维持一个市场的无形的生意就会开始岌岌可危，而经销商们赖以对每一笔交易收取丰厚佣金的基础也就不存在了。

精英巨富和满怀热情的富裕阶层

当然，经销商、艺术家、设计师、评论家们对这两个行业的变化有什么看法，在这两个以顾客为导向的市场里似乎变得无关紧要。全球化和高科技的力量共同创造了全球1%的精英巨富阶层，[176]而这群人反过来又对奢侈品市场产生了戏剧性的影响。

2000年以来精英巨富数量的上升是有据可查的，这种上升趋势正好迎合了奢侈品公司的既有优势。再加上为了维护品牌的神秘性（以及因之而来的无形的对品牌的渴望效应），保持高端市场的热度是很重要的。

在始于2008年的信贷危机期间，精英巨富阶层持续壮大的声势对奢侈品市场来说尤其重要。因为一个无情的事实是，支撑之前10年奢侈品行业上升轨迹背后的力量可能是无法持续的——曾经通过复杂的金融产品迅速积累了大量财富的专业人士，几乎已经从美国和欧洲的市场中消失了。

这样一来，亚洲和中东那些发展中的经济体就变得越来越重要，来自那些经济体的“满怀热情”的富裕阶层几乎单枪匹马把整个奢侈品行业从集体崩溃中解救了出来。尽管遭遇了全球性的信贷危机，2008年《福布斯》关于全球最值得拥有的品牌调查分析发现，阿联酋和中国香港的消费者是最大的买家；而北美的消费者对此是最不感兴趣的，他们说“就算钱不是问题也不想买”。来自阿联酋和中国香港的问卷里，几乎有1/3的人购买了位居榜首的古驰（Gucci）的红绿条纹系列产品，而在北美这个数字只有7%。[177]

奢侈品行业已经开始应对这些潜在顾客的需求了，它们以惊人的速度开设分店，特别是在亚洲地区。仅2012年一年开业的门店，就有

中国台湾的迪奥、菲拉格慕（Ferragamo）和古驰，中国香港的璞琪（Pucci），中国大陆的巴宝莉、蔻驰（Coach）、迈可·寇斯（Michael Kors）、拉夫·劳伦（Ralph Lauren）、路易威登和万宝龙（Montblanc）。

同时，中国和欧洲的价格差别（因为进口税和其他税项中国的价格高出40%）意味着传统市场中的门店也能从新兴市场的顾客那里获利。根据联合国世界旅游组织（the United Nations World Tourism Organization）提供的数据，2012年全世界消费额最高的游客来自中国，他们的海外消费额达到了1 002亿美元。因为同样的奢侈品在中国的价格较高，中国消费者购买奢侈品的支出中有60%发生在海外（这种情况使得奢侈品集团在中国以外的地区也提高了价格，不过游客对比国内便宜20%的价格还是照单全收了）。[178]

新近涌现出来的1%的精英巨富和紧随其后的“满怀热情”的富裕阶层，与奢侈品公司、艺术品经销商和拍卖行一直以来习惯服务的传统西方有钱人很不一样。他们通常更年轻也更忙，每天需要把大量时间花在工作上。他们中的很多人都很难确切地说是从哪个国家来的，他们更像是世界公民，也许驻扎在一个发展中经济体，但肯定在其他地方学习或工作过一段时间。频繁飞行和熟练运用社交媒体意味着，本来只是地区性人物的他们摇身一变成了国际化的一代。对他们来说，在全世界范围内参加各种活动（不论是时装秀还是艺博会）变得很平常。

他们想要不同的产品。2013年《经济学人》上刊发的一篇文章聚焦在威尼斯吹玻璃工匠的窘境上。文中指出，紧邻威尼斯的穆拉诺岛（Murano）上700家玻璃作坊因为顾客品位的变化受到了很大打击。顾客过去要的是“做工精巧而厚重的玻璃制品”，而现在会物色“平价的当代风格的设计，可以放进洗碗机的产品”。[179]这种奇怪的品位也

使得时尚界处在成败在此一举的关口，它们也因此加快了变革的脚步（每3~6个月循环一次的时装季会带来新的需求）。

艺术界的行动略为迟缓，不过它们也正经历着一个类似的品位变化更快的循环周期。以前这种变化是渐进式的，是由博物馆、经销商和艺术品赞助人控制的。这种历史上几代人才会变化一次的品位而今变成了每10年就会发生一次的反思，而且是由消费者主导的。前进脚步加快的其中一个原因是买家的变化很快，由于个人境遇的变化，他们在艺术品市场频繁地进进出出。巴塞尔艺博会的总监马克·斯皮格勒（Marc Spiegler）说：

> “即使是那些最重要的画廊，他们现在顾客名单上排在前10位的收藏家和10年前的也不完全是一拨人，有些甚至全部换了一批新人。有人去世了，有人离了婚，有人失去了他们的财富，有人放慢了购买的速度，有人开始追捧不同的艺术家，有人或者干脆决定不再收藏了。反之，在10年的时间里，也可能有人从仅仅拥有艺术品变成了艺术品赞助人。这只是一个关于你是否热爱艺术，以及通过何种方式去热爱的问题。”[180]

不过总的来说，当代艺术符合多变的精英阶层及其崇拜者的所有要求。视觉艺术是一种国际通行的语言（再加上它也不会试图说太多），而且你还可以拥有一件。当代艺术索取的高价对它也是有利的。就像其他高端品牌，艺术品也得益于所谓的“范伯伦效应”（Veblen effect），这个经济学术语描述了对某些物品的需求是如何随着价格的上升和实用性的下降而上升的。

这个术语来自经济学家托斯丹·范伯伦（Thorstein Veblen）1899年出版的《有闲阶级论》（*The Theory of the Leisure Class*）一书，书中指出贪婪是现代经济的主要诱因。作者用“两个勺子”对此做了一个平实的说明：一个是手工锻造出来的银勺，值10~20美元；

一个是机器生产的譬如说铝勺，值10~20美分。他注意到，“这两样工具中的前者，如果考虑它们原本应该有的实用功能，远没有后者效果好”，但“手工锻造的那把勺子提供了一种美感，迎合了我们的品味”。他总结说，“这个关于勺子的例子很典型。使用或是凝视着一件昂贵并且美丽的东西所获得的更高层次的满足感，在很大程度上就是美丽掩盖下的奢华给我们带来的满足感”。[181]所以说今天崇尚品牌的消费者可不是一个新现象。

视觉艺术凭借着那些头顶明星光环的参与者和社会名流赞助人，在精英阶层中变得很时髦，部分原因也就在此了。这种情况在那些面目一新的艺博会中最为常见。对冲基金经理人餐厅和贵宾厅遍布在本来就不宽敞的空间里，这些都迎合了当代艺术新的地位。它们还有自己的国际品牌供应商和赞助商[巴塞尔艺博会的是耐特杰（NetJets）、瑞纳特（Ruinart）和宝马，弗里兹艺博会的是伯瑞（Pommery）和宝马]。纽约的双年时装周已经把这当成理所当然的，它的官方名称从2009年起改成了“梅赛德斯-奔驰时装周”。2010年创办了伦敦大师博览会（London's Masterpiece fair）的托马斯·伍德汉-史密斯（Thomas Woodham-Smith）说，这类活动的目的就是制造一种“诱人的甚至是被宠溺的体验”，从而使人们的每一次造访都变成全天体验而不是半小时的短暂购物，这就有可能带来更多的收入。[182]

时装旗舰店现在也提供相同的东西：它们以前提供私人服务，而现在围绕着不同的设计师提供顶级体验服务。路易威登是这种发展趋势的领头人。它2010年在伦敦新邦德街开设的门店[名字叫路易威登之家（Maison），以免大家把它当作一家单店]里还包括一套VIP公寓、一家概念书店，当然还有热门的当代艺术品。据行业内重量级的博客《时尚行业》（*The Business of Fashion*）所说，2013年其他位于梅费尔（Mayfair）的高端时尚精品店中，有计划在来年步路易威登后尘的包括香奈儿（Chanel）、迪奥、芬迪和杰尼亚（Ermenegildo

Zegna），每家都准备为其门店的闪亮登场投入数千万美元。[183]这种体验型的购物模式在中国香港早已是常态了，那里的每一家购物中心都是高端消费主义的圣殿。2013年5月（正好是中国香港巴塞尔艺博会举办的时间）香港中心地带的太古广场购物中心向购物满3万港币（折合差不多4 000美元）的“游客”赠送一天的免费美容套餐，这个套餐的提供者是购物中心内的一家门店载思（Joyce）。

买得起的奢侈品

不过，迎合高端市场的需求显然是件代价高昂的事。高端市场的利润其实是很薄的，因为如今在时尚行业昂贵的材料和手工定制是起码的要求，而在艺术品市场，带着一件作品满世界飞去给潜在买家看也变成了常事。再加上为了保持那些高净值人士的品牌忠诚度所需要的市场营销费用，剩下的那点利润很容易就被蚕食掉了。这两个市场也变得依赖于一个很小的人群，但这群人的财务状况是每天都在波动的，特别是在那些经济情况不稳定的时期。彭博资讯提供的数据显示，仅在2013年的一天中（2月27日），俄罗斯的15位亿万富翁加起来就损失了15亿美元的身家。这里边包括艺术品买家阿利舍尔·乌斯马诺夫（Alisher Usmanov，损失1.034亿美元），维克多·维克森伯格（Viktor Vekselberg，损失1.434亿美元），还有罗曼·阿布拉莫维奇（Roman Abramovich，损失0.464亿美元）。[184]

类似地，虽然新兴市场的富裕阶层继续支撑着这两个市场，但其支持力度不尽相同。品味变化的周期越来越短这一特征在新兴的经济体中表现得更明显。莱德伯里研究所的资深分析师高敏珊（Nicola Ko）说，虽然奢侈品消费在全球范围内继续增长（从2009年信贷危机全面爆发以来每年增长10%），新兴经济体的顾客对拥有奢侈品的认

识，已经以一个令人吃惊的速度飞快地越过了传统阶段。她是这样描述这个周期的：富裕阶层对新财富最初的反应是从“炫耀”阶段开始的，在此期间，任何能买到的东西差不多都是“越闪亮越好”。紧接着发展到了“融入”阶段，在此期间，购买有识别度的东西才是被大众认可的展示财富的方式。到了最后阶段，顾客变得更有眼光，他们会在获得更多信息的基础上选择更少但是更高级、更小众的品牌，同时通常会拒绝曾经青睐过的东西。

高敏珊说，中国顾客在通向敏锐识别力的道路上走得尤其快，远远快过那些日本顾客（1986~1991年资产泡沫阶段）[185]。2012年间这个人群开始出现对品牌的审美疲劳，甚至是一直备受喜爱的路易威登也不例外。巴宝莉的股票市值在2012年9月下跌了20%，或者说10亿美元，公司的财务总监史黛西·卡特莱特（Stacey Cartwright）把这归咎于中国“满怀热情”的富裕阶层顾客人数的下跌。

作为行业发展的驱动力之一，这个人群的表现差强人意而且充满不确定性，和奢侈品行业过去青睐的那些忠诚的有钱顾客差得很远。尤其对于上市公司来说，它们很难参与这个“等等看谁来选我”的游戏，因为它们每3个月需要向股东提交报告，未来有一个看得见的收入来源是很重要的。

不过时尚行业很快学会了用更易获得的（更便宜的）产品来吸引以量取胜的大众市场。这虽然不如百万富翁级的顾客突然造访产生的影响来得快，但持续性比较好。相比成熟的西方国家，这也更适合那些内部情况差异较大的经济体，比如中国，较低一些的价格就很常见。进一步说，这给奢侈品行业带来了更多利润（因此对其增长预期也较高）。这些利润能用来维持重要的高端顾客的满意度，这些人毕竟还是品牌顶级产品系列的主顾。

副牌产品，像马克雅各布旗下的马克（Marc）、亚历山大·麦昆（Alexander McQueen）旗下的McQ、乔治·阿玛尼（Giorgio Armani）旗下的阿玛尼休闲（Armani Exchange），拥有主线品牌的影响力（还有名字），但便宜得多，所以就容易被接受并变得非常流行。再加上就质量和细节的考究程度而言，它们在高街品牌成堆的仿冒产品中仍然能够脱颖而出。配件和香水也有同样的效果：平均水平的（富足的）顾客购买了梦想世界的一小片，然后在整体的想象中做着白日梦。这不是一个高街水平的大众市场（那里有便宜到10美元一件的衣服），更像一个中等偏下的市场：在发展中的经济体中，真皮男包特别流行，但也要400美元一个。

艺术品市场也面临同样的问题，它们的很多高端顾客和奢侈品市场的是同一拨人，所以他们购买艺术品的行为也不太容易预测。在当代艺术之外的细分市场这种影响更是成倍增长，因为供给的减少，价格已经被推高到了连这类买家都觉得超出预期的水平之上。这对于某个价格基准以上或以下的交易都会是个问题（在每个细分市场这个基准都不一样）。艺术品市场分析公司艺术策略把中端市场定位在10万~50万美元之间，虽然范围有点大，但我们大概能从中知道市场的阻力在哪里。[186]这样一来所有细分市场的利润率都受到了限制，因为即使是最集中的那块市场也只能迎合发号施令的少数人。

但是发现中间地带对艺术品市场而言并不像对奢侈品市场那么有帮助，因为艺术品事实上比奢侈品更像奢侈品。奢侈品行业的发展源于需求——人们需要吃喝，需要保暖，需要携带一些物件，虽然不一定非得是品牌产品。而孕育了艺术的沟通和创造力则是更高层次的需求，也需要更多空间去欣赏。《金融时报》（*Financial Times*）的时尚达人范妮莎·费瑞德曼（Vanessa Friedman）提到2013年3月在哈佛大学商学院一次小组讨论中的发言，当时她被要求对“时尚的一个定义就是艺术”一说发表意见，而她表示对此不敢苟同。她在博客上写道，“在我看来，功能性是时装的一个很重要的特征，而艺术品不具

有功能性，因此时尚不是艺术品”。[187]另外，即使不能拥有一件艺术品，人们也能享有它带来的很多精神上和智力上的益处。不像一瓶葡萄酒或一套手工定制的西装，一件艺术品可让上千人受益。拥有一件艺术品的需求，部分是因为热情，部分是因为它能产生的社交价值（有些人发现，还有部分是出于传承的动力，特别是当收藏者年岁渐长之后）。

但是时代在变化，对于在中低价位艺术品市场交易的人来说也是这样（这部分也是市场高端交易的基石和来源），所以整个行业就需要随之而变。2012年，据称销售额在50万欧元以下的经销商平均交易额下跌了17%，而销售额在1 000万欧元以上的经销商交易额平均上升了55%。[188]纽约的交易商伊丽莎白·迪（Elizabeth Dee）谈到中端市场画廊2013年的经营模式时说，进行一些变革是必须的，不然就“玩不转了”。[189]

走到一起

为了发展也为了满足体量庞大的中端市场，奢侈品行业的企业必须把他们的品牌扎堆推向国际市场，这样才能同时降低成本。当代艺术界仍然想方设法在投资和盈利之间获得一种平衡。举例来说，艺博会就已经被证明了是个有效的集合性组织（虽然加入其中的画廊经常要为此付出总共6位数字的费用）。由于艺术品市场经历的变数和奢侈品行业差不多，将来很可能会有这样的协作，虽然看到两个各自苦苦挣扎的地区性艺博会合并这样的例子时，可能需要克制一下骄傲和自尊心。

1999年摩根士丹利添惠（Morgan Stanley Dean Witter）的分析师做出的报告发现，过去分散化的奢侈品市场的市值大概是1 600亿美元，35个主要的品牌控制了其中60%的生意。[190]为了加强集聚效应，其中一些品牌后来被一些更大的企业纳入旗下，这也被称为“吞并小品牌”。[191]高净值研究专家莱德伯里研究所在2012年的分析发现，欧洲、北美和亚洲最大的7家公司（分别拥有多个品牌）占有80%的市场。7家中的6家在3个地区都是一样的：即LVMH、开云、历峰、普拉达（Prada）、爱马仕和巴宝莉[唯一的区别是蒂芙尼（Tiffany）在亚洲和北美进了前七名，而在欧洲被鞋业和皮具集团托德斯（Tod’s）代替了]。[192]

而且这些企业可是较真的。法国的企业集团LVMH自1990年起由艺术品收藏家伯纳德·阿诺特（Bernard Arnault）领导，旗下经营着16家时尚公司，其中包括迪奥（收购于1984年）、马克·雅各布（1997）、诺悠翩雅（Loro Piana，2013年加入），当然还有从1987年开始通过高明的股份操作纳入的路易威登。在同一时期，阿诺特的对手，也是艺术品收藏家弗朗索瓦·皮诺建立了开云集团，把公司从一个木材企业转型为一个时尚集团，旗下包括古驰（1999年通过股票收购纳入旗下，并合并了亚历山大·麦昆的品牌）、圣罗兰巴黎（Saint Laurent Paris，也是在1999年），还有巴黎世家（Balenciaga，2001年）。LVMH 2012年的收入是281亿欧元；开云是97亿欧元。2013年3月，据《福布斯》杂志估计，阿诺特的身价是290亿美元（成为全球排名第10位的亿万富翁），皮诺的身价是150亿美元（排在第53位）。

同时，这两家上市公司（它们都在泛欧交易所上市）的管理层仍然出自家族内部。阿诺特的女儿黛芬·阿诺特（Delphine Arnault，法国最富有的女性之一）2013年7月被委任为LVMH的执行董事，此举被业界认为是为她下一步最终掌管LVMH做的必要铺垫；她的兄弟安东

（Antoine）执掌伯鲁提，最近又加上诺悠翩雅。开云从2005年起由创始人的儿子弗朗索瓦-亨利·皮诺[François-Henri Pinault，他娶了演员萨尔玛·海耶克（Salma Hayek），还和模特琳达·伊万格丽斯塔（Linda Evangelista）生了一个孩子]在掌管。进一步看，皮诺的控股公司阿特密斯（Artemis）也是佳士得拍卖行的大股东（股份收购于1998年），所以在此我们也可以说时尚产业其实在变相经营艺术品买卖。

艺术价格网关于更小的当代艺术品市场（在10亿美元上下）的一份分析报告显示了更为明显的两极分化：2011年7月到2012年6月总共有大概38万件作品被售出，其中排名前20位的艺术家（相当于时装市场上的品牌）中有11位是由高古轩代理的。与此同时，近89%的交易是由10家拍卖行完成的，市场上其他所有人只抢到了剩下的11%。[193]我们可以推测私人画廊也重复着同样的模式。[194]在这种形势下，抱团经营，或者至少积极进行合作看上去是唯一保持竞争力的途径了。

联合的另一个结果，就是艺术品市场集中到了3个地域性的中心：纽约、伦敦和香港。这对其他城市中心造成了很大的损失。比如巴黎，它所占的市场份额在20世纪50年代是压倒性的，到了20世纪90年代就跌到了6.5%，而2012年更是跌到了5%以下。米兰也经历了一个类似的过程。在过去的几十年中它曾作为时尚行业的中心占据绝对优势，但现在也受到了中国的高水准制造工艺和伦敦更有活力的国际市场二者的威胁。

网上经营的机会

19世纪的艺术家们得益于印刷机的发明，使得他们创造的图像广为流传，并为他们的作品创造了市场。差不多在同一时期，被记者、编辑兼作家克丽丝缇亚·傅立兰（Chrystia Freeland）称为“相当于现在的智能手机”的缝纫机使得时装业在19世纪中期实现了大规模生产。[195]

就像当年的印刷机和缝纫机，互联网和移动通信技术给今天的艺术家和经销商带来了类似的机会，使得他们也能像奢侈品行业那样去开拓更大众的市场。省掉了类似梅费尔那种地段高昂的租金，再加上其他直接的规模效应，使得交易费用显著降低，扩大受众的范围也变得简单而且便宜。不过这么做还是有阻力。网上市场还是不太适合艺术品独特的有形的特质，也不太能被那些认真的收藏者接受。而像易贝（eBay）和亚马逊（Amazon）这些销售廉价商品的卖家进入这个领域之后，艺术品网上交易就更难进一步发展了。当娜塔莉·马斯奈（Natalie Massenet）2000年创建奢侈品时装网站颇特女士Net-a-Porter的时候，别人都说她疯了。但现在这个网站每个月的浏览量超过了250万人次，并在2000年以3.5亿英镑卖给了历峰集团。

艺术品市场试图把艺术品放到网上时面临的另一个重要问题，就是有些尝试相当笨拙而且“眉毛胡子一把抓”，使用了落后的技术手段和落伍的策略（甚至还有传言说，有些声誉良好的经销商曾经在早期的拍卖门户网站购买了一件重要的艺术品，拿到手之后发现是完全不同的另一件东西，就因为网站上的图片是错误的）。

这种情况明显是在不断改善的。Paddle 8无疑是第二波进入网上拍卖领域的公司中最具吸引力的一家。它的策略很有说服力，能为经销商提供交易后的服务（运送、保险、组装），还为潜在买家提供定制服务（这一项更奢华）。它只向买家收取12%的单一佣金，这一点对主要的拍卖行（它们只对最贵的拍品收取如此低廉的佣金）也构成了竞争威胁。自2011年成立以来，公司不仅成功地吸引了很多高素质的

员工（包括安德鲁王子的女儿尤金妮公主），也引入了不少个人投资者，这其中可能还有一些既得利益者，如画商乔普林（Jay Jopling）和艺术家达明·赫斯特2013年都曾为集团注入了新的资金。2012年风险投资基金创始人集体（Founder Collective）投资了400万美元，奢侈品公司香奈儿的资深高管查尔斯·海尔布隆（Charles Heibronn）创办的私人投资公司沐思合伙有限公司（Mousse Partners）也加入了进来。Paddle 8一年中就宣布得到了1 000万美元的投资，这笔资金可能会改变很多艺术品相关企业，而且接下去可能还会改变它们所服务的创意产业。

与此同时，另一家更新也更成功的艺术品网上市场艺术空间（Artspace），还在它的商品目录里加入了“中低端市场”的限量版作品，这些作品过去只有在博物馆的纪念品商店才有得卖。把这些东西卖给那些喜欢买雨伞和明信片的顾客有点困难，但同时也代表了一个没有被发掘出来的盈利空间，这对博物馆（它们需要资金维持运行并尽量保持独立性）和艺术空间都是一样的。

目前市场上的参与者，特别是佳士得（因为有一个具备奢侈品行业经验的老板），都在努力构建网上的销售渠道，先从那些低价的更商品化的产品开始。在手表、葡萄酒和珠宝的引领下，拍卖行已经在网上卖出了数千件来自其视觉艺术基金会的安迪·沃霍尔的作品了（这是在几年中分阶段进行的）。

不管交易是如何达成的，这样做的结果是建立了一个更深度的市场。2013年6月18日，佳士得为毕加索（他的名字可以说是艺术品市场中最有号召力的品牌之一）的171件“扩散”系列陶瓷作品举行了一场少有的“白手套”拍卖，拍品100%成交，成交额是事前估计的两倍。这次拍卖是在佳士得伦敦南肯辛顿（South Kensington）的二线拍卖场举行的，成交的艺术品价格在100~150 000英镑，明显是处在艺术品市场的中到低端这一块。那天晚些时候，佳士得欧洲、中东、俄罗斯

和印度地区的负责人彭凯南（Jussi Pylkkänen），谈及这场拍卖中成交的艺术品时用了“具有广泛的吸引力”和“易获得性”这样的字眼，并引用了国际买家和网络买家的数字来支持他的说法。有鉴于佳士得不久前刚刚在圣詹姆斯街的旗舰拍场进行了一次印象派和现代艺术的高端拍卖（成交价格在229 875英镑到1 350万英镑之间），彭凯南在新闻发布会上发表的这些观点无疑证明了低价位艺术品的重要性。毕竟这是拍卖行佣金收得最高的一个类别（陶瓷专场大概在20%~25%，高于印象派和现代艺术专场的12%~20%）。

但还是有些问题有待解决：举例来说，因为Paddle 8不公布它的销售结果，它的透明度就比不上实体拍卖行。还有艺术空间，它和与之竞争的那些画廊一样不公开佣金的数字。这和整个行业越来越远离透明度的趋势（比如拍卖行的私洽业务也在逐年增加）是一致的。这在私人投资的公司还没有太大问题（其内部投资者能得到比较多的详尽数据），但肯定无助于艺术品市场短期内吸引严肃的机构投资。也许这已经是艺术品市场所能达到的透明度了，高端市场尤其需要保持神秘感，不仅是为了保留它特有的吸引力，也为了保持其竞争优势。在吸引高端市场还是大众市场这场无休止的战斗中必须找到一个合适的平衡点，特别是在当代艺术市场，定位和认知尤其重要。同时，我们看不出帮助艺术家在艺术生涯的早期获取关注有什么不好，如果此类尝试能真正起步，就能以较低的价格吸引年轻一代的收藏者。

结论

艺术品市场可以被看作能够带来财富的投资机会，特别是著名的艺术家和作品，但这和慢慢蚕食市场的当代艺术相比就缩水了，因为

那里的供给是无限量的然而价格依然高企。一般来说，那不是收藏者的市场，而是富裕阶层的一种消遣。

对于奢侈品市场，丹娜·托马斯写到，“奢侈的装饰品永远都处在金字塔的顶端，把拥有它的人和没有它的人分开”。[196]当代艺术能满足同样的需求。和奢侈品行业的转型之路差不多，与其把当代艺术本身看作一种资产，市场的参与者们更想把他们吸引到的客流转变为现金。坐在一场拍卖中，看着那些没有什么内在价值或用处，可能是前一天晚上才赶制出的（有些还真的就是）东西的价格每两分钟就被推高50万美元，对具有经济头脑的人来说，不考虑一下自己如何从中获益几乎是不可能的。

在这方面，奢侈品行业不仅抓住了超级富豪的想象，还有大众市场的，和艺术品相比，它和大众市场的关系可要亲密得多。这为它脆弱且高成本的高端产品线提供了重要的支持（高端产品线对不稳定的新兴市场的依赖日益加剧）。通过招揽到更多中端到低端的顾客，以及通过合并和收购来节约成本，奢侈品公司各个层次的业绩都有所增长。这也提供了可预见的稳定收入来源，吸引到了严肃的机构和个人投资，从而有助于整个市场的成长。

对艺术品行业来说这是一个重要的考量因素，因为事实上这个市场的大部分产品都集中在中端到低端范围内，是那些“真正”的收藏家（相对于那些追逐战利品的富豪而言）和动机较单纯的艺术品买家出手的地方。同时，顶级艺术品不断高涨的价格对那些刚刚开始购买艺术品的人也会起到抑制作用。如果支撑起这一切的整个系统岌岌可危的话——考虑到几家市场中端水平的画廊已经倒闭，而且这个水平上的经营情况普遍差强人意，这是很可能发生的——艺术家们会发现以此维生更加困难，于是他们要么选择把艺术创作当作一种爱好，要么就会去创作迎合市场的作品。支持中低端市场的健康发展可能符合所有热爱这个市场的人的利益。



第八章 结论



艺术品作为一种投资的潜力促成了它目前增长的态势，不论是在公众的想象中还是作为一种收藏。不过，它受到的审视也仅仅限于一场观点两极分化的争论。一些人反对这个主意（通常是那些行业内部人士），另一些人则在寻找机会，在他们看来，艺术品和其他非传统的资产，像葡萄酒、古董车和珠宝一样已经进入了投资舞台。

尽管人们花了几年时间试图量化和证明艺术品在投资组合中扮演的角色，但它作为一种资产仍然在挑战专家们给出的定义。在任何指定的时间，通常取决于当时的经济环境，艺术品会被当作对抗通货膨

胀的手段（比你口袋里的钱保值效果更好），或是当作相比传统资产能提供更多回报的工具。对于任何特定的艺术品、艺术家或艺术运动，这两种预期的结果都不见得一定会发生，因为它主要取决于投资者可控范围以外的因素。

透明度和监管等问题仍然让不少严肃的投资望而却步，不过现在看来最大的问题还是估值。大多数投资决策是建立在资产的价值和价格的关系基础之上的，而这两点在令人难以捉摸的艺术品市场都很难确定。对很多人来说，这表示在一个本来就充满了风险的地方要再多冒一层风险。

艺术品市场看上去很脆弱。虽然所有资产都有风险和古怪的特性，但艺术品没法提供在其他任何地方都能找到的好处（出于投资目的）。艺术品没有什么内在价值，但不像黄金，它是一个由独特的物品组成的市场，而不能用于支持能被商品化的产品。它像房地产一样是具有异质性的产品，不过房地产有着实际的经济效用。奢侈品行业需要信心来推动需求，不过不像艺术品市场，它现在有一个大众市场的受众可以支持它渡过困难时期。

进一步说，时间是公平的，艺术品换手的频率比以前任何时候都高。那种明确的“购买并持有一代人的时间”的投资策略已经不合时宜了，特别是对当代艺术而言。在已经过世的艺术家作品市场，投资级别以及战利品型的作品数量逐渐减少，这就使得性价比已经被压低到了极限。这就是为什么越来越多的博物馆被挤出了购买重要作品的公开市场，而其他一些买家也止步不前。同时，次一级的作品不太流行而且似乎不太好卖（不过那可能是一个更吸引人的长期投资机会，有些艺术品基金已经涉足其中，不过它们还在等待产生真正的回报）。

最好的方式大概是谨慎地购买艺术品当作投资，同时要理解这个市场清晰的价值属性和独立的运行系统。这看上去似乎再明显不过

了，但事实上直到今天，那些准备进入艺术品市场的人并没有像他们对其他资产那样，事先了解情况或做相应的调查。在某种程度上，这其实是对拥有艺术品能提供其他好处的一种认知，从审美上的好处到获得顶级社交聚会贵宾通行证的能力，反正都不是经济上的回报。在当今体验型的经济中，参与艺术品市场的活动提供了一种无与伦比的体验。

早期迹象显示，在某种程度上，技术发展和全球化所推动的某些东西未必受欢迎，比如在艺术品交易中可以获得更多信息。这会相应地给价格和佣金带来压力，所以在可以预见的未来一定会遭到抵制。这些动力在其他市场会提升生产效率、增进信息流动并促进产品销售，而艺术品市场仍然在想方设法使它的系统（已经存在几个世纪了）适应21世纪。目前很多市场参与者对满足技术发展和全球化可能带来的需求都兴趣寡然，虽然那些大牌拍卖行已经使出了浑身解数。

如果能克服这些问题（看起来至少在短时间内不太可能），可能会减少艺术品市场目前已经在下降的由不对称信息带来的机会，那可是它赖以成长的基础。在那里，只有很少一些人知道价值和价格，而且它们还是个变化的概念。可以想见，可证实和有意义的数据的缺失仍然会继续支持着艺术品市场流动性不足的状态。那些单纯把艺术品作为投资的人可能应该试试去其他地方看看了。

注释

All websites given below were accessed in July 2013.

1 Clare McAndrew, *The Global Art Market in 2010: Crisis and Recovery*, The European Fine Art Foundation, Helvoirt, 2011, p.46.
2 Capgemini and RBC Wealth Management, 'World wealth report', 2013, p.16, fig.12.
3 Knight Frank, *The Wealth Report 2013*, ed. Andrew Shirley, Think, London, 2013, p.53, available at: http://my.knightfrank.co.uk/research-reports/the-wealth-report.aspx
4 Hugo Dixon, *The Penguin Guide to Finance*, Penguin, Harmondsworth, 2000, p.18.
5 William Grampp, *Pricing the Priceless: Art, Artists, and Economics*, Basic Books, New York, 1989, p.30.
6 Sergey Skaterschikov, *Skate's Art Investment Handbook*, McGraw-Hill Professional, New York, 2009, pp 7, 13.
7 Interview with the author, 14 August 2013.
8 Email to the author, 20 August 2013.
9 Matt King, 'Mind the gap: investing in repressed markets', a presentation prepared by Citi Research, London, a division of Citigroup Global Markets, 22 April 2013, p.9.
10 Capgemini and Merrill Lynch, 'World wealth report', 2004, p.13.
11 Capgemini and RBC Wealth Management, 'World wealth report', 2012, p.24.
12 Joe Roseman, *SWAG: Alternative Investments for the Coming Decade*, Grosvenor House Publishing, Surrey, 2012, p.7.
13 Dixon, *The Penguin Guide to Finance*, p.18.
14 Robert Brown and Tom Lee, 'Asset allocation at Barclays', Barclays Wealth and Investment Management White Paper, February 2013, pp 12–13.
15 Asset-allocation data taken from the Capgemini and RBC Wealth Management, 'World wealth report', 2013.
16 Data from Thierry Dumoulin, Artnet, and the London Stock Exchange, www.londonstockexchange.com

17 Dakshina G. De Silva, Rachel A.J. Pownall and Leonard Wolk, 'Does the sun "shine" on art prices?', research paper, 8 July 2011, published in *Journal of Economic Behaviour & Organization*, vol.82, no.1, April 2012, pp 167–78.

18 Art & Finance Services, 'The stock exchange for art' brochure, 2010, their emphasis.

19 Email to the author, 6 April 2013.

20 Alexandra Seno, 'China boasts 36 art exchanges', *Art Newspaper*, no.228, October 2011, p.77.

21 Jamil Anderlini, 'Beijing cracks down on rogue markets', *Financial Times*, November 2011, pp 10, 25.

22 Katie Hunt, 'Chinese art funds on a risky road to maturity', *Art Newspaper*, no.237, July/August 2012, p.47.

23 As reported by Chris Dolmetsch, 'Gagosian Gallery asks to toss billionaire Perelman's suit', *Bloomberg*, 6 June 2013, available at: www.bloomberg.com/news/2013-06-05/gagosian-gallery-asks-court-to-dismiss-suit-by-ronald-perelman.html

24 Peter M. Brant, 'Larry Gagosian', *Interview*, December 2012, pp 140–45, 158–9.

25 This calculation can be made through the 'Investor Relations' section at www.sothebys.com

26 This comparison can be made at www.sothebys.com, as n.25.

27 Vikram Mansharamani, 'Sotheby's stock price: the world's best overconfidence indicator?', CFA Institute's 'Enterprising Investor' blog, 17 December 2012, available at: blogs.cfainstitute.org/investor/2012/12/17/sothebys-the-worlds-best-overconfidence-indicator/

28 Skate's Art Market Research, 'Annual art investment report: state of the global art industry', Part 2, 2013, pp 27–8.

29 Lindsay Pollock, 'New records for at least 100 artists in just seven days', *Art Newspaper*, no.181, June 2007, p.61.

30 Joe Roseman, 'SWAG: the industry's latest acronym', *Investment Week* online, 23 September 2011, available at: www.investmentweek.co.uk/investment-week/feature/2111592/swag-industrys-acronym

31 Bill Ruprecht, 'Sotheby's second quarter 2012, earnings conference call', 7

August 2012.

32 Data from the World Gold Council, available at: www.gold.org

33 Daniel Brebner, 'Reinterpreting gold's price behaviour', *Alchemist*, no.68, October 2012, p.3.

34 Oft-quoted, including in Roseman, *SWAG*, p.117.

35 Ben Stein, 'Warren Buffett: forget gold, buy stocks', *Fortune.com*, 19

October 2010, available at: http://money.cnn.com/2010/10/18/pf/investing/buffett_ben_stein.fortune

36 Brian Lucey, Charles Larkin and Fergal O'Connor, 'London or New York: where does the gold price come from?', *Alchemist*, no.68, October 2012, p.8, available at: www.lbma.org.uk/assets/Alch68GoldPrice.pdf

37 Jerry Saltz, 'Make me a fake. Saltz challenge: produce a perfect *faux* Gerhard Richter painting, and I'll buy it. One guy in Jersey knew how', *New York Magazine*, 3 December 2012, p.74.

38 Thomas Pascoe, 'The price of gold has been manipulated. This is more scandalous than Libor', *Daily Telegraph* finance blog, 11 July 2012, available at: http://blogs.telegraph.co.uk/finance/thomaspascoe/100018574/the-price-of-gold-has-been-manipulated-this-is-more-scandalous-than-libor/

39 The figure given is €46.4bn in the most thorough market analysis: Clare McAndrew, *The Global Art Market, with a Focus on China and Brazil*, The European Fine Art Foundation, Helvoirt, 2013, p.21; my currency conversion.

40 The LBMA calculates that gold worth $15.2tn was traded in the first quarter of 2011, extrapolated to an annual amount by multiplying by four.

41 McAndrew, *The Global Art Market in 2010*, p.46.

42 Kenny Schachter, 'When art became traded vs. bought & sold (part I)', lecture at the University of Zurich, Executive Master in Art Market Studies, 26 January 2013, transcript available at: http://roveprojects.com/ks-zurich-01-2013.html

43 See www.gold.org/investment/why_how_and_where/why_invest/demand_and_supply/

44 Barclays Wealth and Investment Management, 'Wealth insights: profit or pleasure? Exposing the motivations behind treasure trends', vol.15, 2012, p.28.

45 Melanie Gerlis, 'Brand names slip as market starts to correct', *Art Newspaper*, no.240, November 2012, p.1.

46 In general, US dollars are the base currency of choice in the art market and therefore this currency is used as such throughout this book, where this is not a distortion. They are identified as $ – other dollar-denominated currencies are clarified accordingly.

currencies are clarified accordingly.

47 Clare McAndrew (ed.), *Fine Art and High Finance*, Bloomberg Press, New York, 2010, p.98.

48 Mansharamani, 'Sotheby's stock price?' (see n.27).

49 Buyer's premiums as at September 2013.

50 Christie's 'Information for sellers at King Street', as at September 2013.

51 For a lively account of the situation, see Christopher Mason, *The Art of the*

Steal: Inside the Sotheby's-Christie's Auction House Scandal, G.P. Putnam's Sons, New York, 2004.

52 See Lewis Braham, 'The real cost of owning gold', *Bloomberg*, 27 September 2012, available at: www.bloomberg.com/consumer-spending/2012-05-30/the-real-cost-of-owning-gold.html

53 Design and Artists Copyright Society (DACS), 'Artist's resale right: no impact on art trade, big difference for artists', press release, 18 July 2012.

54 See, for example, Georgina Adam, 'Trade up in arms as resale opt-out expires', *Art Newspaper*, no.231, January 2012, p.52.

55 HMRC background is at: www.hmrc.gov.uk/manuals/vgoldmanual/vgold1300.htm

56 McAndrew (ed.), *Fine Art and High Finance*, p.23.

57 Information from Christie's, their auction catalogues and www.cfass.com. Note, however, from November 2014, CFASS London will cease to operate (following the sale of its land in 2013). The storage facility will be run along the same lines through Constantine Limited, an art-handling company.

58 Braham, 'The real cost of owning gold' (see n.52).

59 For a thorough analysis of the forms of guarantee available through the major auction houses, see Georgina Adam and Charlotte Burns, 'Guaranteed outcome', *Art Newspaper*, 'The Armory Show edition', 2–3 March 2011, p.9.

60 Roseman, *SWAG*, p.172.

61 David Sokolin and Alexandra Bruce, *Investing in Liquid Assets: Uncorking Profits in Today's Global Wine Market*, Simon & Schuster, New York, 2008, p.13.

62 James Miles, 'Market transparency and efficiency: fine wine's online revolution', a Liv-ex presentation made at the Winefuture summit in Hong Kong, 6 November 2011, available at: www.blog.liv-ex.com/2011/11/fine-wines-online-revolution.html

63 Interview with the author, 16 May 2013.

64 Robert Cookson, 'Nobles Crus wine value questioned', *Financial Times, FTfm*, 1 October 2012, p.1.

65 Quoted in the above.

66 See www.blog.liv-ex.com/2011/11/the-fine-wine-investment-market-an-

[illegible]
inside-view.html

67 Skate's Insiders Club Meeting, Shore Club Hotel, Miami Beach, 2 December 2010, and quoted in Melanie Gerlis, 'Speculate to accumulate', *Art Newspaper*, no.221, February 2011, p.35.

68 Interview with Evan Davis, *The Bottom Line*, BBC Radio 4, series 13, episode 9, broadcast 25 March 2013.

69 Institute of Masters of Wine, 'Study programme introduction', 2011, p.9, available to at: www.mastersofwine.org/en/education/index.cfm

70 Interview with the author, 30 May 2013.

71 John Stimpfig, 'Me and my favourite ... wine merchant', *Financial Times, How to Spend It* magazine, 1 December 2012, p.78.

72 Robert Parker, *Parker's Wine Buyer's Guide*, seventh edition, vol.1, Dorling Kindersley, London, 2008, p.4.

73 Quoted in Andrew Edgecliffe-Johnson, 'Person in the news: Robert Parker', *Financial Times*, 15 December 2012, p.12.

74 Sokolin and Bruce, *Investing in Liquid Assets*, p.3.

75 Colin Hay, 'Globalisation and the institutional re-embedding of markets: the political economy of price formation in the Bordeaux en primeur market', *New Political Economy*, vol.12, no.2, 2007, pp 185–209.

76 Sokolin and Bruce, *Investing in Liquid Assets*, pp 57–8.

77 ibid p.63.

78 Marc Spiegler, 'Do art critics still matter', *Art Newspaper*, no.157, April 2005, p.32.

79 Jori Finkel, 'MOCA gala takes a walk on the wild side', *LATimes.com*, 21 April 2013, available at: http://articles.latimes.com/2013/apr/21/entertainment/la-et-cm-moca-gala-20130421

80 Mary Roach, *Gulp: Adventures on the Alimentary Canal*, W.W. Norton & Company, New York, 2013, p.30.

81 Roseman, *SWAG*, p.154.

82 Roach, *Gulp*, p.30.

83 See Michael Steinberger, 'A vintage crime', *Vanity Fair*, July 2012, p.55.

84 Interview with Evan Davis, *The Bottom Line*, 2013 (see n.68).

85 Christie's, 'First auction in mainland China' catalogue, 26 September 2013, p.20.

86 Bob Howard, 'Fine wine investors lose millions as companies go under', *BBC Business News*, 14 April 2012, available at: www.bbc.co.uk/news/business-17703269

87 Miriam Wilson and Michel Tamisier, Elite Partners letter to investors, Luxembourg, 31 May 2013, available at: www.eliteadvisers.com/files/

Articles/Nobles_Crus/Commu_externe_presse/Nobles_Crus_special_
communication_31052013_ENFR.pdf

88 John Stimpfig, 'Fizzonomics', *Financial Times, How to Spend It* magazine, 1 December 2012, p.16.

89 Estella Shardlow, 'BRICS: the future of champagne?', *Luxury Society* bulletin, 28 May 2012, available at: http://luxurysociety.com/articles/2012/05/brics-the-future-of-champagne

90 Bill Ruprecht, 'Sotheby's third quarter 2012, earnings conference call', 8 November 2012.

91 Stimpfig, 'Fizzonomics' (see n.88), p.16.

92 Paul Murphy (ed.), 'Old canucklehead to the old lady', *FT Money*, 1–2 December 2012, p.28.

93 Abraham Maslow, 'A theory of human motivation', *Psychological Review*, vol.50, no.4, 1943, pp 370–96.

94 Data from the European Public Real Estate Association, available at: www.epra.com/regulation-and-reporting/the-property-business/

95 Stephen Fuller, 'How office, industrial and retail development and construction contributed to the US economy in 2011', NAIOP Research Foundation, Virginia, May 2012, p.6.

96 Property Industry Alliance, 'Property data report', August 2012, p.1.

97 Capgemini and RBC Wealth Management, 'World wealth report', 2013, p.16.

98 Knight Frank, *The Wealth Report 2013*, p.63.

99 Property Industry Alliance, 'Property data report', August 2012, p.3.

100 Savills, 'Insights: country house trends', January 2013, p.3.

101 The Woolworth Mansion, on offer through Christie's International Real Estate, January 2013.

102 Offered through Sotheby's International Realty, January 2013.

103 Savills, 'Insights: country house trends', January 2013, p.2.

104 ArtTactic, 'US & European art market confidence survey', July 2013, p.8.

105 Clare McAndrew, *The International Art Market in 2011: Observations on the Art Trade Over 25 Years*, The European Fine Art Foundation, Helvoirt, 2012, pp 126–7.

106 Ed Hammond, 'London widens house price split', *Financial Times*, 2–3 February 2013, p.1.

107 William Baumol, 'Unnatural value: or art investment as floating crap game', *American Economic Review*, vol.76, no.2, May 1986, p.11.

108 Richard Barkham, 'Are real estate securities real estate?', Grosvenor presentation, February 2013.

109 Rachel Campbell, 'Art as a financial investment', paper for Erasmus University Rotterdam, Maastricht University, published in *Journal of*

Alternative Investments, vol.10, no.4, spring 2008, p.66.

110 Luc Renneboog and Christophe Spaenjers, 'Buying beauty: on prices and returns in the art market', April 2012, p.1, subsequently published in *Management Science*, available at: http://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.1120.1580

111 Interview with the author, 7 February 2013.

112 Malcolm Gladwell, '"Psychic benefits" and the NBA lockout', *Grantland*,

18 August 2011, available at: www.grantland.com/story/_/id/6874079/psychic-benefits-nba-lockout

113 Kenny Schachter, 'Don't shoot the messenger (part II)', lecture at the University of Zurich, Executive Master in Art Market Studies, 26 January 2013, transcript available at: http://roveprojects.com/ks-zurich-01-2013.html

114 Malcolm Gladwell, '"Psychic benefits" and the NBA lockout' (see n.112).

115 RealtyTrac, 'Midyear 2013 home flipping report', 17 July 2013.

116 Robert Guest, *The Shackled Continent: Power, Corruption, and African Lives*, Smithsonian Books, Washington, DC, 2004, p.15.

117 Jed Horowitz, 'More brokers let clients borrow against their Bruegels', *Reuters*, 28 August 2012, available at: http://uk.reuters.com/article/2012/08/28/us-usa-banks-art-loans-idUSBRE87R06520120828

118 Suzanne Gyorgy, Citi Private Bank, interview with the author, 6 February 2013.

119 Miles Weiss and Katya Kazakina, 'Steinhardt pledges Picassos for real estate as art loans surge', *Bloomberg*, 18 October 2011, available at: www.bloomberg.com/news/2011-10-18/steinhardt-pledges-picassos-for-real-estate-as-art-loans-surge.html

120 Interview with the author, 5 September 2012.

121 Interview with the author, 21 May 2012.

122 Adam Green, interview with Ian Peck, *ArtTactic* podcast, 27 January 2013, available at: www.arttactic.com

123 Miles Weiss and Katya Kazakina, 'Baron Brant pledges Warhols to revive family business', *Bloomberg*, 28 September 2012, available at: www.bloomberg.com/news/2012-09-28/baron-brant-pledges-warhols-to-revive-family-business.html

124 Rates as quoted in September 2012.

125 Interview with the author, 5 September 2012.

126 As marketed by Savills Lettings, Knightsbridge, January 2013.

127 Nicholas Shaxson, 'A tale of two Londons', *Vanity Fair*, vol.55, no.4, April 2013, p.102.

128 James Henry, 'How "citizens of nowhere" get away with tax secrecy', letter to the *Financial Times*, 29 January 2013, p.10.

129 Knight Frank, *The Wealth Report 2013*, p.30.

130 Mark Hollingsworth and Stewart Lansley, *Londongrad: From Russia with Cash, The Inside Story of the Oligarchs*, Fourth Estate, London, 2010, p.119.

131 See Thomas Meyer and Pierre-Yves Mathonet, *Beyond the J Curve: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*, John Wiley & Sons, West Sussex, 2005.

132 See Ruth La Ferla, 'What walls say in "Wall Street"', *New York Times*, 30 September 2010, p.E10.

133 Bryan Burrough and John Helyar, *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*, HarperCollins, London, 2001 (first published 1990), p.136.

134 EVCA data from its '2012 pan-European private-equity performance benchmarks study', June 2013.

135 Email from Michael Moses to the author, 31 July 2013.

136 Deloitte Center for Financial Studies, '2013 Private equity fund outlook: in search of firm footing', 2012, p.1.

137 Deloitte Luxembourg and ArtTactic, 'Art & finance report 2011', December 2011, p.18.

138 Rachel Campbell, 'Art as an alternative asset class', Maastricht University, February 2005, p.2.

139 Meyer and Mathonet, *Beyond the J Curve*, p.5.

140 Joseph Stiglitz, 'Information and the change in the paradigm in economics', transcript of lecture to Columbia Business School, New York, 8 December 2001, p.513, available at: www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.pdf

141 ibid p.488.

142 Grampp, *Pricing the Priceless*, p.157.

143 Henny Sender, 'KKR opens funds aimed at private investors', *Financial Times*, 12 November 2012, p.17.

144 Noah Horowitz, *Art of the Deal: Contemporary Art in a Global Financial Market*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2011, p.153.

145 See Melanie Gerlis, 'The art of the deal', *Spear's*, no.29, November/December 2012, pp 124–5.

146 An account of this can also be read in Rachel Campbell and Joshua Pullan's chapter, 'Diversification into art mutual funds', in Greg N. Gregoriou (ed.), *Diversification and Portfolio Management of Mutual Funds*, Palgrave Macmillan, Basingstoke and New York, 2007, p.5.

147 Jeremy Eckstein, 'Investing in art: art as an asset class', in Iain Robertson and Derrick Chong (eds), *The Art Business*, Routledge, Abingdon and New York, 2008, pp 74–7.

148 Deloitte Luxembourg and ArtTactic, 'Art & finance report 2011', p.18.

149 Noah Horowitz, 'Art investment fund universe', Appendix C, in *Art of the Deal* (see n.144), table C1.

150 Nahema Mehta, 'Trading art: the evolution of art funds & the feasibility of exchange traded products for art', thesis for Master's degree in Art Business from Sotheby's Institute of Art, New York/University of Manchester, November 2010, p.35.

151 N. Horowitz, *Art of the Deal*, p.147.

152 At the Deloitte Art & Finance conference, panel on 'Fragmentation of

players in art & finance', Maastricht, March 2013.

153 Fine Art Wealth Management, 'Why family offices prefer direct investment in art', 2013.

154 Raphael Amit and Heinrich Liechtenstein, 'Report highlights for "Benchmarking the single family office: identifying the performance drivers"', Wharton Global Family Alliance, November 2009.

155 Cerulli Associates, 'Family offices and distribution: opportunities for asset managers', 2011.

156 As reported by Sam Jones, 'Oxford investment chief accuses private equity titans of failing clients', *Financial Times*, 19 October 2012, p.1.

157 Fine Art Wealth Management, 'Why family offices prefer direct investment in art', 2013.

158 Interview with the author, 14 August 2013.

159 Olav Velthuis, *Talking Prices: Symbolic Meanings of Prices on the Market for Contemporary Art*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2007, pp 79–80.

160 Allison Schrager, 'High-end art is one of the most manipulated markets in the world', *Quartz*, 11 July 2013, available at: http://qz.com/103091/high-end-art-is-one-of-the-most-manipulated-markets-in-the-world/

161 Anthony Haden-Guest, 'Promises of perfection', *Financial Times*, 17 June 2006; quoted in N. Horowitz, *Art of the Deal*, p.181.

162 McAndrew, *The Global Art Market*, p.97.

163 Mario Ortelli and Stéphanie D'Ath, 'European luxury goods', Bernstein Research, London, 6 March 2013, p.10. Figure given is €212bn, my currency conversion.

164 Franca Sozzani, editor-in-chief of *Vogue Italia*, quoted in Vanessa Friedman, 'Fashion isn't really about clothes', *Financial Times, Life and Arts* section, 1–2 June 2013, p.3.

165 See Rachel Sanderson, 'Stock markets compete with buyouts', *Financial Times, Business of Luxury* section, 3 June 2013, p.4.

166 Ledbury Research, 'Luxury market insights', April 2013, p.16.

167 Ortelli and D'Ath, 'European luxury goods' (see n.163), p.11.

168 'Art and Luxury' focus, *Art Newspaper*, no.241, December 2012, pp 16–20.

169 Ledbury Research, 'Luxury market insights', April 2013, p.27.

170 Richard Martin and Harold Koda, *Christian Dior*, exh.cat., Metropolitan Museum of Art, New York, 1997, p.183.

171 Dana Thomas, *Deluxe: How Luxury Lost its Lustre*, Penguin, Harmondsworth, 2008, p.4.

172 Zoë Heller, 'Jacob's Ladder', *New Yorker*, 22 September 1997, p.109, cited in Thomas, *Deluxe*, p.50.

173 Interview with the author, 3 October 2012.

174 Speaking at 'The trouble with ... artists' brands', a panel discussion at the Institute of Contemporary Arts, London, 15 November 2012.

175 Thomas, *Deluxe*, p.4.

176 See Chrystia Freeland, *Plutocrats: The Rise of the New Global Super-rich and the Fall of Everyone Else*, Allen Lane, London, 2012.

177 Nicola Ruiz, 'World's most desirable luxury brands', *Forbes* online, 25 March 2008, available at: www.forbes.com/2008/03/25/brand-luxury-desirable-forbeslife-cx_nr_0325style.html

178 Ortelli and D'Ath, 'European luxury goods', p.27.

179 *The Economist*, 'Blow up', 6 July 2013, p.84.

180 Interview with the author, 7 May 2013.

181 Thorstein Veblen, *The Theory of the Leisure Class,* Oxford University Press, Oxford and New York, 2007 (first published 1899), pp 85–6.

182 Interview with the author, 30 October 2012.

183 Suleman Anaya, 'Will a wave of megastores turn Bond Street into the world's premier luxury showcase?', *The Business of Fashion*, 13 March 2013, available at: www.businessoffashion.com/2013/03/will-a-wave-of-megastores-turn-bond-street-into-the-worlds-premier-luxury-showcase.html

184 See www.bloomberg.com/billionaires/2013-02-28/aja/aaa6a

185 Interview with the author, 9 July 2013.

186 ArtTactic, 'US & European art market confidence survey', July 2013, p.2.

187 Vanessa Friedman, 'Is fashion art? And other questions of definition; answers required', *Financial Times,* 'Material World' blog, 12 March 2013, available at: http://blogs.ft.com/material-world/2013/03/12/is-fashion-art-and-other-questions-of-definition-answers-required/

188 McAndrew, *The Global Art Market*, p.54.

189 Art Basel Salon, 'The place of mid-level galleries in the age of the mega-gallery', 13 June 2013.

190 Cited in Thomas, *Deluxe*, p.3.

191 *The Economist*, 'LVMH and Hermès: hidden predators', 6 July 2013, p.71.

192 Ledbury Research, 'Luxury market insights', April 2013, p.17.

193 Artprice, *Contemporary Art Market 2011–12*, Artprice, Lyon, 2012.

194 TEFAF Art Market Report 2013, 'The global art market, with a focus on China and Brazil', prepared by Dr Clare McAndrew

China and Brazil', prepared by Dr Clare McAndrew, p.32.

195 Freeland, *Plutocrats*, p.115.

196 Thomas, *Deluxe*, p.6.

致谢

谨此，我想对下列人士表示感谢，谢谢他们慷慨的建议、提供的信息和访谈，以及最重要的，那些市场上的轶闻趣事：Alex Branczik，Richard Barkham，Antonia Bible，Martin Bremond，Joao Correia，Thomas Dane，Greg Davies，Thierry Dumoulin，Justin Gibbs，Suzanne Gyorgy，Philip Hoffman，Nicola ko，Jenna Littler，Nick MacLean，Clare McAndrew，Ben McKeown，Nahema Mehta，Mitzi Mina，Michael Moses，Vanessa Neill，Matthew Paton，Anders Petterson，Iain Robertson，Joao Rosa，Marc Spiegler，Serena Sutcliffe，Serge Tiroche，Pierre Valentin，Randall Willette。

我还想感谢所有《艺术新闻》（*Art Newspaper*）的同事对我的支持。特别是我的首任编辑Cristina Ruiz，没有她本书的写作就无法顺利起步。还有我目前的编辑Jane Morris，是她让本书成功出版。我也由衷感谢Adriana Boccard，在出版前夕帮助我核实了许多大洋另一边的有关事实。家人和朋友对我的支持更是难以估量，特别是Carly Billiau，Amy Rosenthal和Sam Strachan。当然更需要提到的是我的丈夫Layton Tamberlin，他不但帮我应付了很多日常琐事，而且还是我关于各种投资智慧的来源。